UNIVERSITÉ DE RENNES — FACULTÉ DE DROIT

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(*Sciences économiques*)

Présentée et soutenue le Jeudi 2 Juillet 1925, à 15 heures

PAR E. BODIN

L'Encaisse Métallique de la Banque de France

Son rôle en temps de guerre, en temps normal et au cours des périodes de désorganisation monétaire

Membres du Jury :

MM. TURGEON, Doyen, *Président.*
GIRAUD, Professeur agrégé.
CHEVALLIER, chargé de Cours.

RENNES
IMPRIMERIE DE L' « OUEST-ECLAIR »
38, Rue du Pré-Botté, 38

1925

L'ENCAISSE MÉTALLIQUE

de la Banque de France

Son rôle en temps de guerre, en temps normal et au cours des périodes de désorganisation monétaire.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41549208_0002

UNIVERSITÉ DE RENNES — FACULTÉ DE DROIT

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(*Sciences économiques*)

Présentée et soutenue le Jeudi 2 Juillet 1925, à 15 heures

PAR E. BODIN

L'Encaisse Métallique de la Banque de France

Son rôle en temps de guerre, en temps normal et au cours des périodes de désorganisation monétaire

Membres du Jury :

MM. TURGEON, Doyen, *Président.*
GIRAUD, Professeur agrégé.
CHEVALLIER, chargé de Cours.

RENNES
IMPRIMERIE DE L' « OUEST-ECLAIR »
38, Rue du Pré-Botté, 38

1925

La Faculté n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

TRUCHY. — Cours d'Economie politique, 1923.

GIDE. — Cours d'Economie politique, 1918.

PAUL LEROY-BEAULIEU. — Traité de la Science des Finances, 1892.

EMILE WORMS. — Théorie et pratique de la circulation monétaire et fiduciaire.

A. DE FOVILLE. — La Monnaie, 1907.

A. ARNAUNÉ. — La Monnaie, le Crédit et le Change, 1909.

RENÉ STOURM. — Le Budget.

ALLIX. — Traité élémentaire de Science des Finances et de Législation financière, 1924.

PAUL ALGLAVE, LUCIEN BROCHARD, etc... — Questions monétaires contemporaines, 1905.

La Semaine de la Monnaie. — La Politique financière et monétaire de la France, 1924.

P. BOITEAU. — Fortune publique et Finances de la France.

CUCHEVAL-CLARIGNY. — Les Finances de la France de 1870 à 1891.

FACHAN. — Historique de la Rente française et des Valeurs du Trésor.

E. LEVASSEUR. — Recherches historiques sur le système de Law.

OCTAVE NOËL. — Les Banques d'émission en Europe (Tome I).

GERMAIN MARTIN. — La Situation financière de la France 1914-1924. (Cours professé à la Faculté de Droit de Paris.)

RIBOT. — Mémoires. (*Revue des Deux-Mondes*, 1924.)

HARTLEY WITHERS. — Qu'est-ce que la Monnaie ? (Traduction par Cyrille et Joseph Rivière, 1920.)

CHARLES RIST. — La Déflation en pratique, 1924.

JEAN LESCURE. — Le problème budgétaire. Comment le résoudre ? 1925.

GEORGE-EDGARD BONNET. — La Politique monétaire anglaise d'après-guerre, 1923.

Jules Descamps. — Les Changes étrangers, 1923.
Bertrand Nogaro. — Réparations. Dettes interalliées et Restauration monétaire.

THESES

Delzangles. — Etude comparée de la Banque d'émission et de la Banque de dépôt. (Bordeaux, 1921.)
Miatovitch-Milan. — Essai sur les Banques d'émission et l'encaisse métallique. (Montpellier, 1921.)
Duquesnay. — La circulation fiduciaire et les Banques des Etats-Unis. (Paris, 1921.)
Henri Condamain. — Essai sur la conduite de la Banque de France aux époques de crise. (Rennes, 1911.)
Duret. — Les rapports de la Banque de France et du Trésor pendant la guerre. (Paris, 1921.)
Jean Radouan. — Les rapports de la Banque de France et de l'Etat pendant la guerre de 1914. (Paris, 1921.)
Pommier. — La Banque de France et l'Etat. (Paris, 1904.)
Henri Burton. — La question des Changes depuis la guerre. (Paris, 1920.)
Bameule. — La Banque nationale dans l'Etat contemporain. (Rennes, 1905.)
Alfred Mawas. — Le Système monétaire et le Change anglais depuis la guerre. (Paris, 1921.)

REVUES ET JOURNAUX

Revue d'Economie politique, notamment :
Charles Rist. — Les Banques d'émission et l'après-guerre (mars-avril 1921).
Jean Lescure. — Banques de dépôts, banques d'émission et banques de réserve. Contribution à la théorie des Banques (juillet-août 1921).
Maurice Barré. — La circulation fiduciaire, la thésaurisation et la hausse des prix (juillet-août 1918).
Stéphane Bauer. — La situation monétaire en Tchéco-Slovaquie. Une expérience de théorie quantitative (mars-avril 1921).
Etc..., etc...
Revue Economique Internationale, notamment :
Henri Noyelle. — Déflation ou Dévaluation (10 oct. 1924).

Samuel Ewans, Président du Comité des « Crown Mines ». — La vie économique. La renaissance de l'or (25 nov. 1923).

Achille Loria. — Le Cartalisme (25 avril 1922).

Jean Lescure. — Le retour à l'Etalon d'or (25 avril 1922).

B. Nogaro. — Le problème monétaire dans l'Indo-Chine française (25 avril 1922.)

Etc..., etc...

Revue Politique et Parlementaire.

Le Journal des Economistes.

L'Economiste Français.

Le Journal des Débats politiques et littéraires (Chronique financière du Lundi).

Le Temps.

INTRODUCTION

On s'accordait avant la guerre et beaucoup s'accordent encore actuellement à reconnaître à l'encaisse métallique de la Banque de France deux rôles principaux : celui de garantie de la circulation fiduciaire et celui de trésor de guerre. Le public, disait-on, donne de plus en plus la préférence au papier sur le métal à cause de sa plus grande commodité. De ce fait, les réserves d'or et d'argent du pays viennent s'engloutir automatiquement dans les caves de la Banque de France. Survienne la guerre, et la force financière de la France sera déjà concentrée, mobilisée avant ses forces militaires; à une condition toutefois, c'est que chaque porteur de billet ne puisse venir réclamer son remboursement, autrement dit que le cours forcé soit décrété puisque tout billet était convertible en monnaie à vue et payable au porteur grâce à la garantie constituée par l'encaisse métallique.

Sur ce dernier rôle de l'encaisse, le plus important de tous, il convient de donner immédiatement quelques explications. Pourquoi l'encaisse métallique doit-elle garantir la circulation fiduciaire ? Nous voudrions poser nettement le problème à l'aide d'une terminologie rigoureuse.

Nous sommes en présence d'une part d'un stock de métaux précieux, d'autre part de billets de Banque. Pourquoi la pièce de monnaie en or et le billet de Banque ne peuvent-ils circuler parallèlement comme deux instruments d'échange identiques ? Pourquoi l'or peut-il se passer du billet ? Pourquoi le billet ne peut-il se passer de l'or ? Pourquoi doit-il être garanti par lui ?

Parce que la pièce d'or est de la *monnaie*, tandis que le billet de banque n'est *qu'un titre de crédit.*

Qu'est-ce donc que la monnaie ? *C'est un bien parmi les autres biens, qui, destiné à servir d'intermédiaire dans les échanges, est universellement accepté, grâce à son pouvoir d'acquisition suffisamment stable, grâce aussi à sa valeur convenable sous un volume convenable, économiquement divisible et dont l'uniformité et la sincérité sont garanties par le législateur.*

Pour que la vente-achat puisse être substituée au troc, pour que la monnaie serve vraiment d'intermédiaire dans les échanges, il faut qu'elle soit un bien, une marchandise, c'est-à-dire que le vendeur qui la reçoit en échange du bien ou du service mis à la disposition de l'acheteur, soit sûr de pouvoir, dès maintenant et toujours, en retirer un avantage équivalent à celui qu'il vient de céder. Le simple signe monétaire sans valeur marchande, que d'aucuns ont proposé, est incapable de remplir cette mission, car il n'aura jamais que le pouvoir d'échange théorique que le législateur lui aura conféré. Or, demain peut-être, un autre législateur abaissera ou méconnaîtra cette valeur. Puis il y a le législateur du pays voisin qui ne lui reconnaît pas la même puissance d'achat. Le vendeur ne se risquera pas à éprouver une perte toujours possible, même probable, et refusera de se dessaisir de son bien. Les mobiles économiques sont plus forts que les lois humaines.

Mais, dira-t-on, nous en sommes donc toujours au troc ? Il n'y a jamais échange que de marchandises ? A quoi sert la monnaie ?

De fait, si la monnaie était une marchandise comme les autres, elle ne supprimerait en rien les incommodités du troc. Ces incommodités sont trop connues pour qu'il soit nécessaire d'en parler ici avec détails; qu'il nous suffise de les rappeler brièvement : Concordance des désirs souvent impossible à réaliser, difficulté résultant de l'indivisibilité économique des biens, difficulté d'évaluation.

La marchandise choisie parmi les autres pour faire office de monnaie devra remédier à tous ces inconvénients, sinon la vente-achat, théoriquement plus compliquée, ne serait en rien plus économique que le troc.

1° *Difficulté résultant de la non-concordance des désirs et de l'indivisibilité économique des biens.* — Pour obvier à ce dernier inconvénient, le moins grave, il suffit, pour remplir la fonction monétaire, de choisir un bien économiquement divisible : les métaux précieux y sont, pour ce motif, particulièrement aptes.

Par ailleurs, la marchandise choisie doit remplir trois conditions pour que, dans tous les cas, la concordance des désirs existe :

a) Il faut que le législateur intervienne et que, dans le même pays, ce soit partout la même marchandise qui fasse l'office de monnaie. L'uniformité du bien entraîne l'uniformité des désirs. Dès que nous recevons en paiement une pièce que nous n'avons pas l'habitude de voir, nous l'examinons attentivement et nous lui réclamons des justifications. C'est une perte de temps, une gêne peu importante parce que cela ne se présente pas souvent. Mais que serait-ce si chacun proposait en paiement un bien différent, même si ce bien réunissait toutes les autres qualités d'une monnaie ?

Pour se l'imaginer, se l'imaginer seulement, car il n'y eut pas ici monnaie à proprement parler, il suffit de se rappeler les billets des Chambres de Commerce émis pendant la guerre et qui ont disparu depuis que celles-ci ont été chargées par l'Etat en 1920 d'émettre des jetons frappés dans les Hôtels des Monnaies suivant un type uniforme.

Il conviendra donc de choisir pour monnaie un bien fongible dont toutes les parcelles se ressembleront. Il y a beaucoup de marchandises fongibles, le blé par exemple. Mais il y a des blés de différentes qualités. Dans un métal donné, au contraire, toutes les parcelles du métal se ressemblent et c'est pourquoi, ici encore, le métal est tout indiqué pour remplir la fonction monétaire.

b) Il faut que le législateur, après avoir assuré l'uniformité de la marchandise-monnaie, en garantisse la sincérité. Pratiquement le législateur, après avoir uniformisé la monnaie en frappant des pièces sur le même modèle, inscrira sur l'une de leurs faces la valeur qu'elles représentent : ce sera la

valeur *nominale* de la pièce. Cette valeur nominale doit être égale à la valeur *marchande* du métal contenu dans la pièce, et le législateur doit s'en porter garant. C'est pourquoi l'Etat recevra indifféremment une pièce ou un lingot du même métal ayant même poids et même titre. C'est dire que la monnaie, la seule digne de ce nom, doit avoir frappe libre. C'est encore une condition nécessaire pour que la monnaie soit universellement acceptée. Le vendeur désire recevoir une marchandise dont il pourra, quoiqu'il advienne, retirer un avantage équivalent à celui qu'il a cédé. C'est là qu'il faut toujours en revenir. Or les législateurs se succèdent, les hommes passent, mais la valeur d'une marchandise ne disparaît jamais entièrement. Qu'une monnaie n'ait plus cours légal demain, le métal dont elle est faite conservera vraisemblablement sa valeur marchande [1] ; c'est pour cela que tout le monde l'accepte.

c) Il faut enfin que la marchandise choisie ait une valeur convenable sous un volume convenable. C'est une question de commodité. Il ne faut ni que les pièces de monnaie soient énormes et par suite encombrantes, ni qu'elles soient si petites qu'on ne puisse les manier sans danger de les perdre. A ce point de vue, l'emploi simultané de plusieurs métaux précieux est tout indiqué, principalement celui de l'or, de l'argent et du bronze. Une pièce de vingt francs en fer, en cuivre ou en nickel ne tiendrait pas facilement dans un porte-monnaie; si elle était en platine, on la verrait à peine.

2° *Difficulté d'évaluation.* — La valeur est essentiellement un rapport, donc un concept abstrait, relatif, fuyant. Un bien dans l'échange n'a de valeur que par rapport à un autre bien. Si nous le comparons à un troisième bien il n'a plus la même valeur : si l'un des termes du rapport varie, le rapport varie

(1) Il est bien évident que si l'emploi monétaire d'un métal donné disparaissait, la valeur marchande de ce métal diminuerait dans de fortes proportions, mais il en resterait cependant quelque chose. Le simple signe monétaire, au contraire, n'aurait plus aucune valeur.

De plus, la suppression totale de l'emploi monétaire de l'or et même de l'argent est toujours moins probable que la suppression totale de tel ou tel signe monétaire.

avec lui. J'évalue cette ferme en bœufs et vous l'évaluez en moutons. Pour nous entendre, nous allons être obligés de rechercher un bien en quoi je puisse évaluer mes bœufs et vous vos moutons. Supposer que la difficulté s'arrêtera là, c'est être optimiste, car nous pouvons aller très loin avant de trouver un bien qui nous serve de commune mesure. La monnaie, marchandise universellement acceptée, remédiera à ce dernier inconvénient.

Mais un instrument de mesure pour être adapté à sa fin doit être toujours identique à lui-même : un mètre doit toujours être un mètre. La monnaie, terme commun, devrait être le terme constant de tous les rapports de valeur et permettre ainsi de comparer ces rapports entre eux. Malheureusement, entre valeur et stabilité il y a antinomie. Il est impossible de trouver une marchandise dont la valeur reste la même par rapport à celle de toutes les autres marchandises.

Cependant la valeur des métaux précieux présente, de par leur nature même, une certaine stabilité. « On a vu qu'en rai-
« son de leur résistance particulière aux agents de destruc-
« tion physiques et chimiques, le stock d'or et d'argent
« susceptible d'être porté à tout instant sur le marché se
« compose de la totalité des existences de ces métaux, qu'il
« comprend des quantités dont l'extraction remonte peut-être
« aux premiers âges du monde, façonnées dans les formes les
« plus diverses : lingots, monnaies, médailles, bijoux, objets
« d'orfèvrerie, etc..., que, par suite, il est de beaucoup supé-
« rieur aux quantités annuellement produites, que d'autre
« part il ne cesse de s'accroître en dépit des déperditions
« résultant du frai, des thésaurisations oubliées, des nau-
« frages, de certains emplois industriels, etc... [1] »

Les productions annuelles normales tombent dans le stock métallique comme une goutte d'eau dans une rivière. C'est pourquoi, sauf au cas de découvertes de mines, la dépréciation résultant de l'augmentation de l'offre est insignifiante et ne se manifestera que lentement, graduellement, régulièrement même et par suite sans grand inconvénient lorsque, par

(1) Cf. Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*, page 20.

ailleurs, la demande, ne se développant pas plus vite que l'offre, ne vient pas l'entraver.

A la monnaie ainsi définie et analysée s'oppose *le titre de crédit : c'est une promesse de payer de la monnaie.* Cette définition et, dans une certaine mesure, les développements qui vont suivre, s'appliquent à tous les titres de crédit. Mais nous parlerons surtout du billet de banque dans ses rapports avec la monnaie.

On confond trop facilement ces deux instruments d'échange à cause de la façon très semblable dont ils circulent. C'est cette confusion qui crée à notre époque tant de malentendus. On oublie que le titre de crédit qu'est le billet de banque n'est que le succédané de la monnaie, et qu'il ne saurait circuler indéfiniment sans elle. Il ne faut donc pas voir là deux instruments d'échange de même nature et dont on puisse se servir indifféremment. En fait, il paraissait en être ainsi avant la guerre. Qu'importait de posséder un billet de cent francs de la Banque de France ou cinq pièces de vingt francs en or ? Mais cela tenait à ce que le billet de banque était convertible à vue et payable au porteur, à ce que précisément le titre de crédit était un succédané de la monnaie, effectivement garanti par elle. La confiance engendre souvent l'oubli du principe même de la confiance; l'habitude aidant, on considérait le billet de banque comme une monnaie. On confondait le titre et sa garantie.

L'inconvertibilité actuelle du billet de banque et sa dépréciation nous obligent à aller plus au fond des choses. Beaucoup se sont arrêtés en chemin et, considérant le billet de banque comme une monnaie, ils ont recherché les causes de dépréciation de cette monnaie. On pourrait envisager la question sous ce jour si le billet de banque était intégralement garanti par de la monnaie. Mais cela n'est pas, et considérer ainsi les choses constituerait une grave erreur engendrant de funestes confusions. Le problème est mieux posé quand on précise la pensée en disant : *D'où vient la dépréciation de ce titre de crédit qu'est le billet de banque* [1] ?

(1) On conteste actuellement au billet de banque sa qualité de titre de crédit, pour lui octroyer celle de monnaie de papier, mais il nous

Cette formule force l'esprit à remonter aux causes profondes, et la réponse doit être : *Ce titre de crédit qu'est le billet de banque est déprécié parce que sa garantie est insuffisante.*

Cette réponse nous amène au cœur de la question.

Un titre de crédit ne saurait circuler indéfiniment comme instrument d'échange sans se déprécier, s'il n'est pas soutenu par sa garantie naturelle qu'est la monnaie. Nous disons « naturelle » ; cela demande explication. Il est évident qu'un bien autre que la monnaie peut servir de garantie : un immeuble par exemple. Mais si le crédit vient à prendre fin, le créancier qui veut réaliser son titre ne désire peut-être pas posséder un immeuble. Il fera vendre l'immeuble et tout se résoudra en une somme de monnaie. Poussons plus loin l'analyse : La garantie du billet de banque, du titre de crédit circulant normalement comme instrument d'échange, doit être liquide ou du moins facilement et rapidement réalisable. A défaut du raisonnement, l'expérience des assignats garantis par les biens nationaux est là pour le prouver. Mais le raisonnement est fort simple : Supposons quatre à cinq milliards de billets de banque en circulation, garantis par des immeubles. Supposons d'autre part une crise. La crise engendre la méfiance, et voici les porteurs de billets qui se précipitent à la Banque pour obtenir de la monnaie en remboursement des titres de crédit qui ne vaudront peut-être rien demain. Si la Banque a en caisse une grosse quantité de numéraire, 2 à 3 milliards par exemple, elle commencera à opérer le remboursement des billets et son calme rendra confiance à tous. Elle n'aura sans doute pas besoin d'épuiser son encaisse, encore moins de recourir à d'autres disponibilités. Si, au contraire, la Banque est dénuée de monnaie, fût-elle par ailleurs prospère et tous ses billets fussent-ils garantis par des terres, des maisons, etc..., elle sera impuissante à enrayer la panique

semble que l'on oublie que la monnaie de papier elle-même n'est jamais qu'un titre de crédit. La preuve en est que sa valeur est en grande partie dépendante de la confiance que les usagers ont en la solvabilité éventuelle de l'Etat qui l'émet. Nous reviendrons longuement sur la question de la valeur du franc-papier. Cf. p. 77.

et à faire face à ses engagements. Elle répondra aux porteurs de billets qu'il lui faut mettre en vente ses valeurs immobilières. Ses créanciers se précipiteront pour participer au produit de la vente. Ainsi des immeubles d'une valeur globale de 5 milliards seront offerts au même moment sur un territoire restreint. Il faudra que la Banque trouve des acquéreurs. Si elle en trouve, il est probable que la quantité énorme de l'offre dépréciera les immeubles et que le produit de la vente ne couvrira pas le chiffre de l'émission. Puis on ne vend pas un bien immobilier, une ferme par exemple, comme une valeur mobilière; l'acquéreur discutera le prix et voudra se rendre compte de ce qu'il achète. Les fonds ne rentreront que lentement. Pendant ce temps, aux guichets de la Banque, ce sera la ruée, la panique avec toutes ses conséquences désastreuses.

Le crédit c'est la confiance. Il importe que le débiteur puisse parer à une crise de confiance en faisant immédiatement honneur, sinon à tous, du moins à la plus grande partie de ses engagements. Quoi de plus impondérable, quoi de plus variable que la confiance humaine ? Elle peut disparaître d'une seconde à l'autre, même sans cause ou sur de simples apparences, à plus forte raison quand des réalités le justifient. C'est pourquoi tous les systèmes de compensation sont impuissants à résoudre les crises monétaires [1]. Si la confiance règne, un créancier attendra facilement l'heure de la compensation ou trouvera des gens qui l'attendront à sa place; dans le cas contraire, ce créancier aura lui-même un créancier qui ne pourra pas attendre parce qu'un troisième lui poussera l'épée dans les reins. Il lui faudra de la monnaie immédiatement. Par temps calme, on ne trouve que des créanciers accommodants; quand l'orage survient, il n'y a plus que des créanciers réclamant âprement leur dû.

Le fait du resserrement du crédit n'est-il pas la crise elle-même ?

Or, il faut prendre des forces contre la maladie pendant l'époque de la bonne santé. C'est pourquoi nous pouvons conclure : *Une société ne peut se servir, sans de graves dangers,*

(1) En 1907, aux Etats-Unis, les Clearing-House certificates ont été impuissants à enrayer la crise.

d'instruments d'échange qui ne sont que des promesses de paiement ne se réalisant jamais.

Malgré tout ce que nous venons de dire, le rôle de l'encaisse métallique, garantie de la circulation fiduciaire, semble aujourd'hui en discussion.

En négligeant les variations de l'ordre de grandeur des millions qui se produisent constamment dans l'encaisse métallique et dans la circulation fiduciaire, nous constaterons que le rapport entre le billet de banque et sa garantie est aujourd'hui, en France, de 40 milliards 900 millions de francs à 5 milliards 500 millions de francs, ce qui donne un pourcentage d'environ 13,57 (1). Avant-guerre, sa garantie était de 68 % (2).

Dans ces conditions, l'encaisse métallique peut-elle encore servir de garantie à la circulation fiduciaire ? Peut-on espérer la voir augmenter d'une façon absolue dans un avenir plus ou moins éloigné ? Est-il du moins possible de prévoir son augmentation relative par suite d'une diminution de la circulation fiduciaire ? Les deux mouvements se combineront-ils un jour pour nous rendre un pourcentage semblable à celui d'avant-guerre ? Autant de questions que nous nous efforcerons de résoudre dans notre seconde partie.

Afin de mieux connaître la situation de l'encaisse métallique de notre grande Banque, nous rechercherons dans une

(1) Nous ne pouvons même plus compter sur l'exactitude des bilans de la Banque de France. Alors que nous finissions de rédiger ce travail, le coup de théâtre, qui achevait le ministère Herriot, se produisait. Nous pensions bien que l'Etat ne pouvait subvenir aux dépenses qu'il avait entreprises sans recourir à des expédients financiers critiquables, et notre attention se portait sur les postes « actifs divers » et « passif divers » des bilans de la Banque, mais nous ne voulions pas croire qu'une illégalité eut été autorisée et même imposée par le gouvernement, ni surtout que la Banque eut accepté une semblable pression. Il faut bien se résoudre à admettre les réalités; les derniers bilans de la Banque sont, eux, conformes à la vérité. Ils laissent apparaître une circulation de plus de 43 milliards.

(2) Nous bornons ici nos calculs au rapport entre l'encaisse et la circulation fiduciaire. Le rôle du portefeuille n'est pas à dédaigner, mais on ne peut comparer le portefeuille d'avant-guerre à celui d'après-guerre quant à son évaluation. Nous y reviendrons dans notre seconde partie.

première partie quels services elle nous a rendus en tant que trésor de guerre et quels services elle est susceptible de nous rendre dans l'avenir à ce point de vue.

En terminant, nous discuterons une troisième utilisation possible de l'encaisse métallique, celle que comporterait l'application du système dit du « Gold Exchange Standard ». Le billet de banque continuerait à être en principe inconvertible à cause de la faiblesse de sa garantie, mais il le redeviendrait exceptionnellement pour les paiements à faire à l'étranger. Nous nous demanderons si ce système ne pourrait pas être mis actuellement en pratique, quels avantages et quels inconvénients il présenterait.

Ainsi se trouve délimité notre sujet. Chemin faisant, nous aurons à envisager nombre de problèmes actuels. Nous n'espérons pas arriver à les résoudre, ni même à les examiner tous à fond, mais nous nous efforcerons de les poser sur leur véritable terrain et d'en préciser les données principales.

Il y a des principes qui ne changent pas, heureusement ! Sinon, dans ce domaine, le présent étant déjà du passé, il faudrait renoncer à en écrire pour être sûr de ne jamais faire fausse route.

PREMIÈRE PARTIE

Le rôle de l'encaisse métallique de la Banque de France considérée comme Trésor de Guerre

CHAPITRE PREMIER

Généralités — Notre Trésor de Guerre en 1870-1871

Dans son « Traité de la Science des Finances » [1] Paul Leroy-Beaulieu ne consacre qu'un très court chapitre à la question « Des trésors métalliques et des réserves mobilières des Etats ». Il rappelle que l'usage d'amasser des trésors de guerre remonte à la plus haute antiquité et qu'il a survécu de nos jours, puisqu'avant la guerre, l'Allemagne possédait dans la Juliusturm, à Spandau, cent vingt millions de marks-or destinés à parer aux premiers frais de mobilisation. Enfin, les principaux arguments économiques et financiers pour et contre la constitution d'une telle réserve sont réunis dans ce chapitre. Il convient de les rappeler brièvement.

Contre le trésor de guerre, du point de vue économique et financier, le principal argument consiste à dire qu'il semble regrettable qu'un Etat thésaurise, au lieu de diminuer les impôts, de développer les travaux publics ou de racheter sa dette. En outre, la possession d'un trésor de guerre important soustrait l'Etat, sinon en droit, du moins en fait, au contrôle financier des Assemblées parlementaires.

(1) Edition Guillaumin, Paris 1891, tome II, page 202.

Mais, du point de vue militaire, il est certain que de telles réserves immédiatement liquides assurent à l'Etat, qui s'est astreint à leur constitution, une supériorité de rapidité sur ses ennemis éventuels.

Car telles sont les caractéristiques d'un véritable trésor de guerre : il doit être liquide, sinon tout entier en bonne monnaie, du moins pour une très faible partie en valeurs mobilières facilement réalisables; il doit être aussi à l'entière disposition du Gouvernement, sans aucun contrôle possible. A ces conditions le trésor de guerre aura toute son efficacité. Il répondra à son véritable but qui, dans nos temps modernes, est de prévenir l'adversaire par une mobilisation rapide. Désormais, en effet, il ne peut être question d'un trésor de guerre destiné à parer à toutes les dépenses qu'occasionne un conflit. C'est l'organisation financière du Pays tout entier qui doit et peut seule les supporter. Mais pour la mobilisation il s'agit d'aller vite. Or elle coûte cher et sa rapidité dépend des ressources immédiates de l'Etat. S'il faut recourir à un emprunt — après avoir obtenu l'assentiment des Assemblées parlementaires — on est battu de vitesse et peut-être battu complètement.

En 1891, Paul Leroy-Beaulieu, dans le chapitre précité, envisageait l'hypothèse d'une guerre entre la France et l'Allemagne. Il concluait à notre infériorité au point de vue de la rapidité de la mobilisation, justement parce que nous n'avions aucun trésor de guerre destiné à subvenir aux premiers frais d'organisation et de concentration de nos troupes. Les faits ont sur ce point démenti ses pronostics. Ayant commencé sa mobilisation avant la notre, l'armée allemande nous a cependant rencontrés en Belgique et sur toute l'étendue de la frontière.

C'est que nous avions un trésor de guerre très différent de celui de l'Allemagne et qui lui était bien supérieur. Nous avions l'encaisse métallique de la Banque de France. Elle a été, et elle pourra devenir à nouveau, quand nous serons revenus à une situation monétaire normale, un trésor de guerre bien plus efficace que celui qu'avait amassé notre voisine d'outre-Rhin depuis la guerre de 1870.

Il est vrai qu'en 1891, époque à laquelle écrivait Paul Leroy-Beaulieu, l'encaisse métallique de notre grande banque ne connaissait pas l'ampleur qu'elle devait prendre ensuite et que, si des conventions avaient été déjà passées entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France, elles étaient aussi secrètes que celles qui ont joué lors de la déclaration de guerre de 1914.

On s'entendait bien [1] pour reconnaître à l'encaisse de la banque le rôle de trésor de guerre. Mais personne ne voyait très exactement de quelle façon ce trésor serait utilisé.

A priori, qu'en pouvait-on penser ?

D'abord, et c'est une différence essentielle entre notre trésor de guerre et celui de l'Allemagne, l'encaisse de la banque était considérable et donc susceptible de subvenir non seulement aux premiers frais de la mobilisation, mais encore à une partie des dépenses qu'occasionne un conflit d'une certaine durée.

Ensuite, en temps de paix, ce trésor de guerre n'encourrait aucun des reproches qui étaient généralement adressés aux autres. Bien que cette critique lui ait été faite, la Banque ne thésaurise pas en amassant un formidable stock de métaux précieux. Elle n'enlève pas au Pays des capitaux qui pourraient être employés utilement à la production nationale. L'or et l'argent de son encaisse garantissent les billets de banque.

Plus généralement, cette concentration de métaux précieux permet l'élévation d'un édifice de crédit. Elle n'a pas seulement un intérêt militaire, mais une utilité économique et financière. Les billets de la Banque de France sont émis, en temps normal, dans la mesure des besoins du commerce. Leur montant augmente ou diminue selon que ces besoins croissent ou se restreignent. Est-ce avec une simple monnaie métallique qu'il serait possible d'arriver à un pareil résultat ? Non certes, car un stock métallique ne varie pas aisément; l'émission des billets est autrement élastique : elle peut sans danger dépasser le stock d'or et d'argent, mais précisément parce que ce stock existe et la garantit.

(1) Paul Leroy-Beaulieu, article à citer parmi d'autres : *Le gaspillage du trésor de guerre en pleine paix. Economiste français* 1913, II, p. 929. (Article dirigé contre M. Caillaux).

L'or est nécessaire à la stabilité de la production; l'élasticité du crédit est indispensable à son développement. Mais le crédit, pour être solide, doit reposer sur une base métallique. Concentrée en un seul stock, la bonne monnaie d'un pays continue d'assurer la stabilité nécessaire et permet au crédit de s'appuyer sur elle.

Evidemment on pourrait concevoir d'autres systèmes de crédit que l'émission de billets de banque gagée par un stock métallique. En Angleterre, par exemple, les compensations et les virements suppléent en grande partie aux billets de banque.

Il n'en est pas moins vrai que l'encaisse métallique de la Banque est un trésor de guerre qui a la plus grande utilité économique et financière. En effet, que l'on emploie des billets de banque ou des chèques, que l'on opère par virements ou par compensations, toute opération de crédit implique l'existence d'une bonne monnaie, et le crédit est d'autant plus solide que le stock métallique sur lequel il repose est plus abondant et mieux concentré [1]. Le mode de distribution du crédit n'est pas lié au mode d'organisation de son substratum. L'encaisse métallique de la Banque de France aurait la même utilité économique si nous nous servions moins de billets de banque et si nous utilisions davantage les chèques, les virements et les compensations.

La Banque ne thésaurise donc pas comme un Etat qui amasse un Trésor de guerre.

Dégagée de ce reproche, notre encaisse échappe encore à celui de rendre l'Etat indépendant des Assemblées parlementaires au point de vue financier. En effet, elle n'est pas entre les mains de l'Etat, mais entre celles d'une Banque privée ayant le caractère d'une institution nationale. L'Etat ne peut en disposer sans une convention passée avec le Gouverneur de la Banque, et qui doit être ratifiée par le Parlement.

(1) Dans ce cas, la maxime « abondance de biens ne nuit pas » trouve une bonne application. Le système de crédit des compensations, virements, etc., exige peut-être une moins forte assise métallique que celui du billet de banque et en fait nous voyons l'Angleterre disposer d'un stock monétaire bien inférieur au nôtre sans difficultés apparentes. Signalons cependant qu'en temps de crise elle fut parfois fort gênée, au point de faire appel en deux circonstances à l'or de la Banque de France. Nous étudierons d'ailleurs ce point dans notre 2e partie.

Mais alors, ce trésor n'est-il pas susceptible d'encourir le reproche inverse et d'être taxé d'inutile ? Qu'est-ce qu'un Trésor de guerre dont l'Etat ne peut disposer. On a longuement discuté à ce propos et il convient de s'y arrêter quelque peu.

Il faut relire, dans le discours plein de chaleur et d'éloquence de M. Viviani à la Chambre des Députés au sujet du renouvellement du privilège de la Banque de France, en 1897, le passage où il traite cette question [1] : « J'entends la réponse « qui peut m'être faite : Oubliez-vous que, malheureusement, « pour les hommes à la Paix succède parfois la Guerre ? Ne « savez-vous pas qu'à l'heure tragique l'encaisse métallique « perd son nom, qu'elle devient le trésor de guerre où la « Nation va puiser dès le premier instant pour assurer la « défense de son honneur et de son intégrité ?

« Voici venir, Messieurs, une considération capitale devant « laquelle tous s'inclinent et s'arrêtent, et, fut-elle seule, « pourvu qu'elle soit exacte, elle est de nature à désarmer « notre critique et à rallier aux vôtres nos convictions. »

Il ne s'agit pas, pour M. Viviani, d'une question de principe; il reconnaît la nécessité d'une réserve de guerre. Il s'agit seulement d'une question d'application. A son avis, le Trésor de guerre n'est pas suffisamment entre les mains de l'Etat.

« Dans quelles conditions, poursuit-il, doit être organisée « une Banque pour devenir dans le plus bref délai possible « l'auxiliaire de la Défense nationale ? Est-ce une Banque « privée, est-ce une Banque nationale qui peut mieux rendre « au Pays cet utile service ? Qu'a donc fait la Banque privée « en face de laquelle nous nous trouvons ? »

M. Viviani rapelle alors le fameux télégramme de Gambetta : « Nous briserons s'il le faut la Banque et nous émet- « trons le papier d'Etat [2]. »

C'est une reproduction du discours enflammé de M. Pelletan à la tribune de la Chambre en 1892 : « Oui nos soldats « grelottaient sous la bise, on n'avait pas d'argent pour les « vêtir et il y avait 600 millions dans les caisses de la Banque !

(1) *J. O., Débats parlementaires.* Chambre des Députés, séance du 25 mai 1897, p. 1291.

(2) Dépêche du 23 décembre 1870.

« Oui nos soldats n'avaient pas de fusils en face de l'ennemi, « et il y avait 150 millions en métal, 450 millions en billets « que la Banque retirait à la Défense ! Oui on souffrait, on « agonisait, oui on avait faim, oui on mourrait pour la « Patrie, et derrière toutes ces souffrances et toutes ces ago- « nies, il y avait un Trésor confié à la Banque de France pour « les besoins de la guerre et que la Banque ne voulait pas « accorder à ce moment de suprême péril de la Patrie. »

Si vraiment ces accusations sont exactes, si la Banque de France n'a pas servi la Défense nationale pendant l'année terrible et si, comme l'a prétendu M. Henri Labroue à la Chambre au sujet du renouvellement du privilège en 1918, elle a « pu fructueusement s'embusquer derrière les malheurs « publics », il faut reconnaître que nous avons dans l'encaisse métallique de la Banque de France un bien piètre trésor de guerre, si même nous en avons un.

Il faut remarquer, avant tout exposé des faits, que, sous une formule différente, c'est le même sentiment qui anime toutes les accusations portées contre la Banque. Ce sentiment, remarque à juste titre Edmond Villey, c'est « la haine du « capital et pas seulement de ce que l'on appelle quelquefois « la ploutocratie, mais de tout capital en soi [1]. »

Cela est si vrai que la grande majorité des Français rend hommage au patriotisme et au désintéressement de la Banque. Les faits sont là, et M. Pelletan lui-même a bien été obligé de reconnaître publiquement que « le patriotisme de la direction « de la Banque est au-dessus de tout soupçon » [2]. Le patriotisme suppose du désintéressement, du dévouement, il est *donc* incompatible avec la ploutocratie qui, elle, n'implique que la recherche du lucre. A priori, concluons donc que, si la Banque n'a pas fait plus qu'elle n'a fait, c'est qu'elle ne pouvait raisonnablement le faire.

Quant aux faits qui ont suscité les attaques de MM. Pelletan et Viviani, les voici :

En 1870, l'encaisse métallique totale atteignit au maximum

(1) *Revue d'Economie politique*, juillet-août 1918. *Chronique législative*, p. 434.

(2) Séance Chambre des Députés 3 juin 1897. *J. O., D. P.*, page 1386.

1 milliard 318 millions, chiffre dont elle n'avait encore jamais approché, sauf en 1863 [1]. En 1871, le maximum ne fut que de 691 millions et ce n'est qu'en 1874 que l'encaisse dépasse à nouveau 1 milliard (1 milliard 331 millions). Pendant ces quatre années le chiffre minimum de 398 millions est atteint en 1871. Or, étant donnée cette situation de l'encaisse, nous voyons la Banque consentir à l'Etat une avance totale de 1.530 millions, pendant la durée de la guerre puis pour aider à la libération du territoire. L'Etat ne préleva d'ailleurs que 1.485 millions, laissant ainsi un disponible de 45 millions. Ainsi résumée la situation apparaît nettement favorable à la Banque.

Mais peut-être pourrait-on objecter qu'il faut descendre dans le détail des opérations pour mettre en lumière les résistances de la Banque, car il reste à expliquer le télégramme de Gambetta.

Nous ne voulons pas discuter par le menu les accusations portées contre la Banque à cette époque et dont elle a été amplement lavée depuis. En 1870-71, le gouvernement de province, pas plus que celui de Paris, n'a été, à aucun moment, privé des fonds nécessaires. Au début d'octobre 1870, comme il était question d'emprunter 100 millions à la Banque, le sous-gouverneur, M. Cuvier, résista en faisant remarquer l'insuffisance de ses pouvoirs et provoqua ainsi l'emprunt Morgan qui fut une des plus heureuses opérations financières de la guerre. Toutefois, le 18 octobre, la Banque consentit, sur réquisition et sans discussion, une avance de 100 millions. Le 7 décembre, Gambetta réclama encore 100 millions et prévint la Banque qu'il lui en faudrait 8 à 10 fois autant d'ici la fin de janvier 1871. Cependant le Gouvernement de la Défense nationale avait des crédits suffisants pour couvrir les dépenses jusqu'à la fin de décembre. Rien ne pressait par conséquent et M. Cuvier, effrayé des dépenses, ajourna sa réponse jusqu'à la réception d'ordres précis de Paris [2]. Cette réponse se fit trop attendre et c'est ce qui exaspéra Gambetta. Or, il restait

(1) Ce maximum fut en 1868 de 1.314 millions de francs.

(2) La liaison entre Paris et la Province existait à ce moment par le moyen des ballons et des pigeons voyageurs.

au 25 décembre, 12 millions disponibles sur le crédit ouvert le 18 octobre précédent ! Bref, le 11 janvier, une convention fut conclue, ratifiée à Paris, par laquelle la Banque s'engageait à avancer, par tranche de 100 millions, tout l'argent dont la Défense nationale aurait besoin.

Pour bien comprendre les difficultés de la situation, il ne suffit pas de donner des chiffres, il faut encore pénétrer un peu la psychologie de ceux qui se trouvaient en présence. Rappelons la réponse quelque peu railleuse de M. de Freycinet aux menaces de Gambetta de briser la Banque : « Je reçois à « l'instant votre dépêche sur les finances. A la bonne heure ! « Voilà du bon Gambetta. Votre fidèle et peut-être un peu « méconnu. (Signé : Freycinet.) »

M. de Freycinet connaissait bien Gambetta. Ce méridional était certes très patriote, très actif... mais peut-être trop, car il ne pouvait maîtriser sa formidable énergie même lorsqu'il s'agissait de sujets sur lesquels il possédait peu de lumières, et il semble que la guerre et les finances étaient du nombre [1] !

En face de lui, M. Cuvier nous apparaît sous l'aspect d'un bon administrateur, calme et un peu timoré. Mais il n'est pas besoin de sa timidité pour expliquer ses résistances. Si l'on avait écouté Gambetta c'était sans aucun doute le retour aux assignats.

En somme, que la Banque se soit montrée vraiment trop timide, ou que, à mon avis, elle ait opposé une fermeté digne d'éloges aux tentatives de gaspillage, il est certain qu'elle nous a aidés dans une large mesure non seulement à soutenir la guerre mais encore à hâter la libération de notre territoire.

Pour clore la discussion qui s'engagea après la guerre de 1870-71 sur la question de savoir s'il est préférable que le

(1) Cf. *Essai sur la conduite de la Banque de France aux époques de crise*. Thèse H. COUDAMAIN, Rennes 1911 : « En face de lui (M. Cuvier) il y avait Gambetta. Gambetta ! C'est-à-dire l'homme de toutes les audaces et il faut le dire, l'homme de toutes les présomptions. Ce Méridional sûr de lui, qui voulait diriger nos armées sans avoir jamais combattu et qui dictait à nos généraux des ordres incohérents qu'ils avaient le tort d'exécuter. Il pensa en user de même avec la Banque. Il s'estimait financier habile autant que tacticien consommé : on avait besoin d'argent ? la banque n'était-elle pas là avec ses planches à billets !... » Cf. aussi : *La Banque de France et l'Etat*, POMMIER. Thèse PARIS 1904, p. 237, in fine.

trésor de guerre soit entre les mains de l'Etat ou sous la sauvegarde d'une institution privée, citons cette réponse de M. Joseph Jourdan, député du Var, au réquisitoire de M. Viviani : « Avec une Banque d'Etat, le Trésor de guerre « serait immédiatement à la disposition du Gouvernement. « Il n'y aurait qu'un malheur, c'est que l'Etat l'aurait proba- « blement dévoré par avance [1]. »

Ainsi notre trésor de guerre, constitué par l'encaisse métallique de la Banque de France, n'encourt pas les reproches que l'on fait ordinairement à des réserves de ce genre. Placé sous la sauvegarde d'une institution privée, il ne laisse pas au Gouvernement une liberté financiere excessive et qui pourrait être dangereuse. Il n'en est pas moins efficace, la guerre de 1914-1918 nous le prouvera surabondamment, et, en temps de paix, il a une utilité économique et financière.

Mais il est indispensable d'apporter le plus de témoignages possibles à l'appui de ces conclusions. L'expérience de 1914-1918 va nous en procurer de nouveaux et nous permettre de mieux préciser suivant quels principes peut et doit fonctionner notre trésor de guerre.

Tout d'abord, la Banque de France doit se montrer très ferme et très réservée vis-à-vis de l'Etat quand il lui demande de puiser dans son encaisse. Si on lui a fourni, grâce à son privilège d'émission, la possibilité d'amasser ce trésor, c'est précisément dans l'intention de la soustraire aux atteintes que pourrait y porter l'Etat. La Banque a, de ce fait, vis-à-vis du Pays, une grosse responsabilité. Elle doit donner tous ses soins à l'accroissement, à la conservation et à l'utilisation de son encaisse. Elle doit certes, si les circonstances l'exigent, la sacrifier au Pays, mais elle ne doit pas permettre qu'on la gaspille. En cas de péril national, son intérêt particulier passe au second plan, comme celui de tout bon citoyen; c'est l'intérêt général qui domine; or l'intérêt général exige que la Banque tienne une comptabilité exacte du trésor de guerre et qu'elle en contrôle les utilisations. Il faut en un mot qu'elle pratique « l'économie » du dévouement financier du Pays tout

(1) *J. O., Déb. Parl.* Ch. des Dép. 1897, p. 1299.

entier. La nature de l'Etat, et surtout sa pérennité, incitent les hommes qui le représentent momentanément à être dépensiers et à ne pas se préoccuper des solutions les plus économiques : un gouvernant a toujours tendance à se dire : « Après moi le déluge ! ». En France, heureusement, au point de vue qui nous occupe, le remède a été mis à côté du mal : l'établissement privé est à côté de l'Etat.

CHAPITRE II

Notre Trésor de Guerre en 1914-1919

§ 1. — Généralités

Nous avons déjà dit que l'encaisse de la Banque devait normalement servir de garantie à la circulation fiduciaire. Immédiatement un grave problème se pose. L'encaisse métallique, en cas de conflit, change de nom, suivant « l'heureuse » expression de M. Viviani : elle devient trésor de guerre. Suffit-il de changer son nom pour la détourner de son but ?

Son but normal est d'assurer la garantie de la circulation fiduciaire. La guerre, fait exceptionnel, survient et voilà l'encaisse métallique qui, de garante de la circulation fiduciaire, devient trésor de guerre ! Alors, tous les billets de banque, et même tous les titres de crédit, vont devenir de simples chiffons de papier ? Car l'encaisse métallique, si forte soit-elle, ne peut, semble-t-il, remplir les deux rôles à la fois.

Evidemment, il faudra décréter le cours forcé pour protéger l'encaisse.

Par ailleurs, peut-on songer à partager l'encaisse en deux pour en affecter la plus forte partie aux dépenses de guerre et conserver la moins importante comme assise du crédit ? Non, certes, ce serait dangereux et peu efficace. On ne pourrait éviter ainsi de décréter le cours forcé puisque la garantie des billets serait amoindrie dans une forte proportion. De plus, la part du feu ne saurait être faite une fois pour toutes, et l'on serait vraisemblablement amené à employer un jour comme trésor de guerre la partie de l'encaisse réservée à la

garantie de la circulation fiduciaire. Et après... ? Ce serait la ruine.

De cette constatation ressortent les conclusions suivantes : l'encaisse ne doit, à vrai dire, pas « changer de nom » ; elle doit rester concentrée afin de conserver toute sa force, et elle ne doit pas être employée directement pour payer les dépenses de guerre, sinon le stock d'or le plus considérable serait rapidement épuisé.

L'encaisse métallique *gardera donc son nom de garantie de la circulation fiduciaire.* Mais du fait qu'elle a été amassée subsidiairement en vue d'un conflit, elle supportera en cas de guerre, outre le poids d'une circulation fiduciaire normale, celui d'une émission supplémentaire de billets de banque et de tout un ensemble d'opérations de crédit.

Elle doit, en un mot, servir de trésor de guerre non par elle-même, directement, mais en permettant de construire sur ses assises un édifice de crédit.

Il suffit d'une brève réflexion pour comprendre l'avantage de ce procédé.

Supposons une circulation fiduciaire de 10 milliards garantie par une encaisse métallique de 5 milliards. Le pourcentage de la garantie est de 50 %. S'il est prélevé 2 milliards pour frais de guerre sur l'encaisse, le pourcentage tombe à 30 %. Si, au contraire, les deux milliards nécessaires sont obtenus grâce à un supplément d'émission, la circulation sera égale à 12 milliards, l'encaisse à 5 milliards, et le pourcentage sera de 46,66 %.

Il est donc possible d'énoncer ce principe : Il est préférable de se procurer des ressources en augmentant la circulation fiduciaire sans toucher à l'encaisse, plutôt que d'amoindrir l'encaisse sans accroître la circulation fiduciaire.

Cela est d'autant plus logique que l'établissement du cours forcé, nécessaire dans les deux cas, est favorable à la conservation de l'encaisse et au développement de la circulation fiduciaire.

Néanmoins cette solution présente un danger. Il est à craindre que l'émission, procurant trop facilement des moyens de paiement, ne devienne rapidement excessive et en complète disproportion avec sa garantie : les événements les plus

graves incitent toujours à rechercher les remèdes les plus simples et les plus expéditifs. Qu'importent les conséquences d'un acte accompli dans une situation critique ! Suivant l'expression courante, il s'agit avant tout de se « tirer d'affaire ». Là est le péril. En matière de finances il ne suffit pas, en effet, de se « tirer momentanément d'affaire » ; il faut prévoir et préparer l'avenir.

On comprend dès lors les résistances de M. Cuvier, sous-gouverneur de la Banque de France, aux objurgations de Gambetta, qui ne voyait sans doute pas les dangers de l'inflation fiduciaire. En 1870, ce n'est pas l'argent qui eût pu donner à nos troupes un commandement qui leur faisait défaut. Le Gouvernement de Province ni celui de Paris n'ont d'ailleurs manqué à aucun moment des fonds nécessaires. Mais, grâce à la fermeté de la Banque, nous avons pu sauver d'un désastre notre richesse nationale; nous avons conservé un crédit à peine entamé (au point que notre billet de banque faisait prime en Allemagne), une situation monétaire facile à remettre au point, et c'est pourquoi nous avons obtenu rapidement la libération du territoire et promptement repris dans le monde notre place de grande nation industrielle et agricole.

Pendant la dernière guerre, le Pays tout entier et la Banque ont dû fournir un effort beaucoup plus long et beaucoup plus pénible. Il est donc normal que le crédit de la Banque ait été plus entamé. Cependant, il semble que la Banque se soit éloignée de son caractère d'institution privée pour se rapprocher de celui d'une Banque d'Etat. Le trésor a admirablement fonctionné; mais il est regrettable que la Banque se soit laissée entraîner trop loin.

En droit strict, elle n'avait aucune obligation de fournir à l'Etat les avances formidables qu'elle lui a consenties. Elle paie son privilège par toutes les redevances qu'elle fournit à l'Etat, par l'avance permanente de 200 millions, etc... La meilleure preuve en est que l'Etat à dû passer avec elle une série de conventions particulières pour obtenir les dites avances. C'est donc de son plein gré que la Banque a consenti à fournir les fonds nécessaires à la Guerre.

Certes, nous ne contestons pas que notre grand institut de crédit a un devoir moral à remplir. Mais peut-être a-t-il mal

compris ce devoir, qui était de sauvegarder la puissance financière de la France tout en donnant à la guerre le nerf qu'il lui fallait. Nous voulons dire, et nous ne voulons dire que cela, que la Banque eût pu, après s'être éclairée sur la situation exacte du Pays, se retrancher un peu plus qu'elle ne l'a fait derrière le droit strict. L'Etat eut été forcé de recourir plus tôt à l'impôt et à l'emprunt. Le contribuable français eût dû fournir une grande partie des fonds nécessaires à la conduite de la guerre, l'Etat devait les lui demander. Il ne l'a pas fait pour plusieurs raisons. Cependant il eût été préférable d'augmenter les impôts dès le début des hostilités; le sacrifice eût été plus facilement accepté parce qu'il aurait été mieux compris qu'après la guerre. Mais en jugeant *a priori* il est facile de faire fausse route. Examinons les faits.

Au début de la guerre, la politique financière était extrêmement difficile à pratiquer; la critique a beau jeu aujourd'hui. Une grande partie du territoire était envahie et les impôts rentraient assez mal. En outre, nous étions en pleine réforme fiscale. Depuis plus de 20 ans cette réforme était l'objet des luttes politiques les plus ardentes. Leur résultat fut de nous paralyser au début de la guerre. Augmenter les vieux impôts, c'était accroître les injustices dont ils étaient la source. Exiger l'application immédiate de la réforme fiscale, c'était s'exposer à diminuer le rendement des impôts, car un impôt nouveau réclame une expérience nouvelle, il nécessite, pour atteindre son maximum d'efficacité, la solution de toutes les difficultés que son application fait naître. C'est ainsi que, voté à la veille de la guerre, l'impôt général sur le revenu ne fut mis en recouvrement qu'en 1916 et qu'il fallut attendre la fin de la guerre pour en obtenir un fort rendement.

Rappelons aussi que le début de la guerre ne nous fut pas très favorable et que, par suite, le moral du Pays s'en ressentit. Pouvait-on dans de telles conjectures risquer de frapper dangereusement l'opinion publique dont la bonne santé était indispensable à l'ordre intérieur ? Pouvait-on en exigeant de plus lourds impôts des familles mêmes des combattants courir le danger d'entamer le moral de l'armée ? Questions bien délicates et qu'il est presque impossible de résoudre à

notre époque. Avec le recul de l'histoire on dira sans doute que la France entière eut, pendant la grande guerre, un moral excellent, que ce fut un grand élan d'enthousiasme ! Mais hélas ! nous qui avons vécu ces années-là, nous savons certes les admirables sacrifices que beaucoup de Français ont acceptés, mais nous savons aussi les doutes cruels qui, par moments, assaillaient notre foi en la victoire et qui emportaient dans une vague de pessimisme et de démoralisation la Nation française tout entière.

A quelle époque eût-on dû augmenter les impôts en profitant d'une période de bonne santé ? C'est ce qu'il nous est impossible de préciser actuellement. Reconnaissons de plus qu'il était extrêmement difficile pour le Gouvernement de saisir le moment opportun.

Cependant, après avoir plaidé en faveur de l'Etat, il faut bien admettre qu'il eut des torts et que la Banque eût pu, dans certaines occasions, l'arrêter sur une pente dangereuse en résistant à ses demandes de crédit. Il y eut vraiment de la part de nos gouvernants une imprévoyance exagérée en matière financière. « La Banque pourra, sans danger pour « son crédit, nous faire pendant la guerre les avances dont nous aurons besoin », déclarait M. Ribot à la tribune de la Chambre le 15 décembre 1914. N'aurait-on pas dû à ce moment se ménager d'autres ressources ?

Evidemment le procédé des avances de la Banque à l'Etat était le plus simple et celui qui soulevait le moins de difficultés immédiates. Mais pour l'avenir, c'était le plus dangereux, si on lui demandait plus qu'il ne pouvait donner, et M. Ribot le reconnaissait lui-même : « C'est après la guerre, « au moment des liquidations nécessaires, que les difficultés « apparaîtront. » N'y eût-il pas là *faute grave ?*

Voici enfin une dernière réserve à faire sur le fonctionnement de notre trésor de guerre en 1914-1918. Des hommes jeunes et bien portants ont été employés dans nos arsenaux et ont touché des salaires de 20 et 30 francs par jour alors que leurs compatriotes étaient sur le front dans les tranchées pour une solde de quinze sous. Sans tenir compte de l'injustice, il semble que, si certains Français acceptaient un salaire

plus que modique pour se faire tuer, il était aisé de le faire accepter aux autres pour travailler. Puis, il ne faut pas oublier la façon désastreuse dont beaucoup de contrats ont été passés entre l'Etat et les industries privées pour la fabrication de munitions ou de matériel de guerre. Il serait possible de citer les représentations d'industriels honnêtes qui proposèrent à l'Etat de fabriquer les mêmes produits pour une rémunération très inférieure à celle qui leur était accordée, tout en se réservant une marge suffisante de bénéfices. Que l'industriel fut honnête ou non, la réponse était la même : « C'est le prix. » Incurie administrative ? Complaisance coupable vis-à-vis de certains fournisseurs ? Nous ne voulons pas ici rapporter des faits trop nombreux et trop disséminés, ni rechercher des causes trop diverses, peut-être difficiles à préciser; nous voulons seulement montrer que la Banque eût pu se retrancher derrière le droit strict et opposer *parfois* aux demandes de l'Etat une fin de non-recevoir motivée par l'excellent moral du Pays, par sa richesse et par le gaspillage du trésor de guerre dont elle avait la garde.

Ces réserves faites, revenons à l'étude des faits de la guerre de 1914-1918. Nous diviserons en trois parties l'effort que la Banque a fourni pendant ce laps de temps. On peut en effet distinguer deux phases dans l'utilisation de notre trésor de guerre : Emploi du trésor de guerre aux frais de mobilisation; emploi du trésor de guerre à la conduite financière de la guerre, c'est-à-dire aux dépenses faites à l'intérieur et à l'extérieur.

Dans tous les cas, le trésor de guerre a fonctionné par élévation d'un édifice de crédit sur une base d'or intangible.

Après avoir exposé brièvement les faits qui correspondent à cette division, après avoir vu comment cet édifice n'est devenu qu'un échafaudage fragile parce qu'il a été élevé trop vite et trop haut, nous dirons un mot de la base sur laquelle il repose; nous verrons comment elle a été fortifiée même pendant la durée de la guerre.

§ 2. — Trésor de guerre stricto sensu : frais de mobilisation

Pour mener à bien la mobilisation générale de l'armée, il est nécessaire que l'Etat dispose de sommes importantes immédiatement liquides. C'est dans ce but que des conventions secrètes furent passées entre le Gouverneur de la Banque et le Ministre des Finances en 1890, 1896 et 1899. Ces conventions furent dénoncées et remplacées par celles du 11 novembre 1911, passées entre M. L.-L. Klotz, alors Ministre des Finances, et M. Georges Pallain, Gouverneur de la Banque de France. Ce sont elles qui ont joué au moment de la déclaration de guerre de 1914 et après une simple ratification des Assemblées parlementaires. La loi du 4 août 1914 ratifia les conventions du 11 novembre 1911.

La Banque consentait au Gouvernement une avance de 2.900 millions soit en cas de mobilisation générale de l'armée de terre, soit en cas de mobilisation générale de l'armée de mer avec mobilisation partielle de l'armée de terre (art. 1) [1]. Elle devait mettre à la disposition immédiate du Gouvernement une somme de 500 millions. Pour le surplus, il était nécessaire (art. 5) qu'une loi, approuvant la convention, élevât le maximum de l'émission dans les limites des avances consenties et décidât le cours forcé. Conditions raisonnables, indispensables même, puisque le gage diminuait par suite de l'augmentation de la circulation fiduciaire. Même pour les frais de mobilisation il n'était rien prélevé sur l'encaisse métallique, qui désormais devait être protégée et qu'en outre il fallait tout mettre en œuvre pour augmenter. C'est, en effet, la base solide sur laquelle va s'élever le crédit de la France entière. Et ce crédit, s'il est possible de le tenir dans les limites raisonnables, va permettre de financer la guerre de façon satisfaisante.

L'établissement du cours forcé fut décrété. Une somme

(1) Par une convention identique, la Banque d'Algérie avançait à l'Etat 100 millions.

assez importante de billets était mise en circulation sans être réclamée par l'activité économique du Pays; il était donc à craindre, si les billets restaient convertibles, que le surplus revînt de lui-même aux guichets de la Banque. Comme il ne trouverait pas comme contre-partie un gonflement du portefeuille, c'est l'encaisse qui aurait à supporter le poids de cette demande de remboursement.

En somme, c'est le public qui fit crédit à l'Etat par l'intermédiaire de la Banque. Ce fut un emprunt forcé, le seul capable de procurer au Gouvernement les fonds immédiatement liquides dont il avait besoin pour assurer une mobilisation rapide.

Les avances de la Banque à l'Etat, telles qu'elles furent réglées par les conventions de 1911, présentent tous les avantages d'un trésor de guerre ordinaire. C'est ainsi que dans la nuit du 31 juillet au 1er août 1914, l'Etat eut à sa disposition 500 millions sous forme de lettres d'ouverture de crédit sur les succursales et bureaux auxiliaires de la Banque de France. Le reste de l'avance consentie, soit 2.400 millions, devait être mis à sa disposition au fur et à mesure des besoins et des demandes du Gouvernement. L'opération devait se réaliser au moyen d'une émission supplémentaire de billets.

On sait peu de choses sur la première avance de la Banque à l'Etat. Aucun document ne permet d'en connaître les modalités ni de préciser les époques de versement. Il ne fut publié aucun bilan de la Banque entre la déclaration de guerre et le 28 janvier 1915. Cependant deux déclarations de M. Ribot, Ministre des Finances, permettent de fixer approximativement l'époque où la limite de 2.900 millions fut atteinte. L'une de ces déclarations est du début d'octobre, et nous révèle qu'au 1er octobre le poste des avances à l'Etat, en plus des 200 millions de l'avance permanente, atteignait 2.100 millions. Il ne restait donc que 800 millions disponibles. Le 10 décembre M. Ribot, dans l'autre déclaration précitée, donne le chiffre de 3.600 millions. C'est donc très peu de temps après le 1er octobre que la limite fixée par les conventions de 1911 fut dépassée. Dès le 21 septembre 1914, une autre convention signée à Bordeaux porta la limite éventuelle des avances à 6 milliards de

francs. Avec cette convention nous sortons du domaine du trésor de guerre stricto sensu.

§ 3. — Trésor de guerre lato sensu

1° *Dépenses à l'intérieur.*

Notons tout d'abord la fixité de notre encaisse métallique à cette époque. D'après les déclarations de M. Ribot, l'encaisse or descendit au 1er octobre 1914 à 4.092 millions contre 4.141 millions au 31 juillet; la diminution de 49 millions ne correspond pas, on le voit, au montant de 2.100 millions des avances à l'Etat. Nous retrouvons au contraire ces avances dans le gonflement de la circulation fiduciaire qui passe de 6.683.184.785 fr. à 9.299 millions (1).

Remarquons que seule l'encaisse or resta à peu près stable. L'encaisse argent diminua dans de fortes proportions. Il n'y a là rien d'étonnant, la Banque recherchant depuis longtemps ce résultat. La pénurie de moyens de paiement eu cet heureux effet de faire accepter au public les pièces de 5 francs dont il ne voulait plus (2).

Dès le 10 décembre, d'après de nouvelles déclarations de M. Ribot, l'encaisse or dépassa celle du 31 juillet. Elle atteignit 4.141.756.843 fr. 98 contre 4.141.341.663 fr., soit une faible augmentation de 415.185 fr. Or, à la même époque, les avances de la Banque à l'Etat s'élevaient à 3.600 millions.

A cette date, comme on peut le constater, le trésor de guerre stricto sensu est largement utilisé. Le Gouvernement doit se procurer de nouvelles ressources. Il va le faire toujours d'après le même principe, en augmentant la circulation fiduciaire garantie par la même encaisse métallique de la Banque de France.

(1) Il y eut en plus des avances à l'Etat un gonflement de la circulation fiduciaire du à une certaine thésaurisation de l'or, et à la crise déclanchée par le moratorium.

(2) Au moment de la hausse du métal argent, en 1919 et 1920, et même avant, les pièces d'argent écus de 5 fr., et même les pièces divisionnaires ont disparu de la circulation. Elles ont été thésaurisées ou exportées en Suisse, pays d'union latine.

C'est dans ces conditions qu'est passée la convention du 21 septembre 1914 à Bordeaux.

Dans son « exposé des motifs sur le projet de loi relatif aux douzièmes provisoires », en octobre 1914, M. Ribot déclare que la somme de 3 milliards prévue par la convention de 1911 « ne pouvait évidemment couvrir que les premières dépenses « d'entrée en campagne. Nous n'avons pas hésité, continue- « t-il, à demander à la Banque de France, dès le mois de « septembre, de porter son avance éventuelle à 6 milliards. « Les appels que nous faisons à la Banque de France ne pré- « sentent pas de danger parce que nous avons eu la sagesse « en temps de paix de ménager le crédit de cette grande insti- « tution. »

Ainsi pendant toute la durée de la guerre, jusqu'à fin 1918, la Banque de France a continué ses avances à l'Etat.

Par des conventions ratifiées les :

10 juillet 1915	l'avance	éventuelle	fut portée à	9 milliards;
16 février 1917	—	—	—	12 milliards;
4 octobre 1917	—	—	—	15 milliards;
4 avril 1918	—	—	—	18 milliards;
7 juin 1918	—	—	—	21 milliards.

Au cours de la même période le maximum de l'émission était porté successivement à 33 milliards de francs au 5 septembre 1918.

En fait, au bilan de la Banque de France du 14 novembre 1918, c'est-à-dire 3 jours après l'armistice, les avances à l'Etat ne figuraient que pour 18.800 millions et la circulation fiduciaire atteignait 30.570.709.575 francs.

Mais, si les dépenses de guerre doivent de ce jour fortement diminuer, elles ne sont pas entièrement supprimées. Certes, il n'y a plus dépenses de munitions, le matériel ne subit plus de fortes détériorations, les transports sont moins nombreux. Il n'en reste pas moins qu'il faut toujours entretenir une armée sur pied de guerre. C'est donc au 23 octobre 1919, date de la cessation des hostilités, qu'il faut se reporter pour connaître exactement l'effort demandé à la Banque, pour

savoir quel poids de crédit l'encaisse métallique a supporté en remplissant son rôle de trésor de guerre.

Le décret du 14 octobre 1919 ordonne la démobilisation générale et un autre de la même date proclame la cessation de l'état de guerre à partir du 23.

En nous reportant au bilan de la Banque de France du 16 octobre 1919, nous trouvons, au titre des avances à l'Etat, le chiffre de 25.150 millions. Il semble étrange, et cela corrobore notre impression sur le manque de fermeté de la Banque, que ce soit justement entre l'armistice et la cessation des hostilités que les avances aient fait un brusque saut de 6.350 millions. Est-ce que pendant cette période tout n'eût pas dû être mis en œuvre pour cesser de recourir au trésor de guerre ? Les dépenses de guerre étaient très diminuées et la situation s'éclaircissait. Il était déjà possible de jeter un regard en arrière pour voir l'effort trop grand demandé à la Banque et il fallait se préparer à organiser l'avenir par le redressement de notre situation financière et monétaire.

Cependant, immédiatement après l'armistice, le Gouvernement était entré dans la bonne voie. Au bilan du 26 décembre 1918 les avances ne figuraient plus que pour 17.150 millions, en diminution de 1.650 millions sur le chiffre du 14 novembre. Mais, dès le 2 janvier 1919, elles remontèrent à 17.800 millions puis à 18.100 millions le 9 janvier; elles firent un bon de 650 millions au bilan du 16 janvier et atteignirent 20.900 millions au bilan du 6 mars 1919. La veille de ce jour une nouvelle convention avait été passée entre le Gouverneur de la Banque et le Ministre des Finances, élevant le maximum éventuel des avances à 25 milliards. C'est ainsi qu'après un léger recul à 22.900 millions obtenu le 30 mai, les avances atteignirent 24.750 millions le 2 octobre 1919. Mais ce n'est pas tout : une convention du 17 juillet 1919 éleva encore le maximum de 3 milliards, et les avances à l'Etat dépassèrent 25 milliards à la date de cessation des hostilités.

C'est donc le poids de 25 milliards 150 millions de crédit que l'encaisse de la Banque de France a dû supporter en tant que trésor de guerre, abstraction faite des avances consenties

par l'étranger et sans tenir compte bien entendu de la circulation fiduciaire normale déjà plus forte qu'avant la guerre.

2° *Dépenses à l'extérieur.*

Il reste à examiner les dépenses faites à l'extérieur qui ont été supportées par l'encaisse métallique de la Banque de France. Seule leur étude entre dans notre sujet; nous ne nous proposons pas de passer en revue toutes les dépenses extérieures du fait de la guerre. Pour trouver les fonds qui lui étaient nécessaires, l'Etat eut recours à bien des procédés. En 1914, la France était, dans l'ensemble, créancière des nations étrangères à cause des capitaux qu'elle y possédait. L'Etat acheta aux particuliers la plus grande partie de leurs titres sur l'Angleterre, l'Amérique et les autres pays; il devint ainsi créancier de capitaux et d'intérêts qui lui procurèrent de larges diponibilités à l'extérieur. Il obtint directement des crédits de l'Angleterre et sur la Trésorerie des Etats-Unis; il plaça à l'étranger une certaine quantité de titres de rente française, de bons du Trésor, etc. Enfin, parallèlement, et c'est le seul point qui nous intéresse, il eut recours à l'encaisse métallique de la Banque pour payer à l'Etranger une partie des produits dont il avait besoin pour soutenir la guerre.

D'autre part, la Banque a gratuitement servi d'intermédiaire entre l'Etat et les particuliers pour toutes les opérations dont nous venons de parler. Elle a acheté des titres étrangers pour le compte de l'Etat; elle a mis à la disposition des particuliers le change sur l'étranger, sur New-York notamment, que l'Etat lui fournissait. Toutes ces opérations sont en dehors de notre sujet. Le seul côté de la question qui nous intéresse ici est bien délimité : nous ne nous occuperons ni de toutes les dépenses du Gouvernement à l'extérieur ni de toute l'aide que la Banque lui a apportée à ce propos, mais seulement de cette partie de notre effort financier qui a été supportée par l'encaisse métallique.

Du fait de la guerre, une certaine quantité de l'encaisse or de la Banque est *définitivement* passée à l'étranger. Nous en reparlerons tout à l'heure; d'ailleurs la somme est relativement

peu importante. D'autre part, une autre partie de l'encaisse a été expatriée mais non pas définitivement. Ici nous voyons réapparaître le principe suivant lequel a fonctionné notre trésor de guerre pour les dépenses à l'intérieur du Pays. Si l'Etat avait purement et simplement demandé de l'or à la Banque de France pour régler les dettes à l'étranger, ce système eût provoqué rapidement la disparition totale de l'encaisse. De plus, que serait devenu notre billet à l'intérieur du Pays ? Malgré le cours forcé il fallait lui conserver son assise métallique (1). Cependant l'étranger veut être payé en or, du moins dans sa monnaie nationale. L'or étant retenu à l'intérieur, et les disponibilités de change sur l'Angleterre et sur les Etats-Unis, les deux grands pays où nous avons contracté des dettes de guerre, étant insuffisantes, M. Ribot, Ministre des Finances, passa diverses conventions avec le Gouvernement anglais.

Ce fut une grosse difficulté pour lui d'obtenir de l'Angleterre une solidarité financière semblable à la solidarité militaire réalisée dès le début de la guerre. Cependant il obtint des crédits gratuits de la Trésorerie anglaise. Mais, par une convention passée le 5 février 1915, la Banque de France s'engagea à faire l'avance de 150 millions de francs à la Banque d'Angleterre dans le cas où la réserve d'or de cette dernière, y compris la provision de 20 millions de livres affectée à la garantie des billets émis par la Trésorerie, tomberait au-dessous de 80 millions de livres. Ainsi, une partie de notre encaisse était éventuellement affectée à soutenir indirectement notre crédit en Angleterre et directement le crédit des currency-notes.

Il est intéressant de noter en passant la mauvaise foi de l'Angleterre et la façon plus qu'égoïste dont elle appliqua cette convention.

M. Ribot pensait qu'il serait tout fait de l'autre côté de la Manche pour maintenir le change à un taux raisonnable. « Or, « dit-il, la Banque d'Angleterre, nous en avons la preuve,

(1) On prétend actuellement que cette encaisse et le billet de banque n'ont plus aucun rapport, nous espérons démontrer le contraire dans notre 2e Partie.

« donnait comme mot d'ordre aux banquiers de ne faire « aucun crédit aux banques françaises même sous forme « d'avances sur des consolidés. Lord Cunliff (Gouverneur de « la Banque d'Angleterre) ne cachait pas que sa tactique était « de faire monter la livre par rapport au franc, de manière à « nous obliger à envoyer de l'or en Angleterre. » Il y parvint, mais ce ne fut pas en faisant monter la livre par rapport au franc; nous dirons tout à l'heure comment il réussit à avoir notre or. A la suite des faits que nous venons de rapporter, M. Ribot se rendit à Londres et obtint du Gouvernement anglais que des crédits nous fussent ouverts sans envoi d'or, mais exclusivement pour nos dépenses faites en Angleterre.

Restait à organiser le règlement de nos dépenses aux Etats-Unis. C'est ici qu'apparaît très nettement le rôle de trésor de guerre de notre encaisse métallique pour les dépenses à l'extérieur. Nous ne pouvions songer à payer nos dettes en y prélevant les fonds nécessaires, mais nous pouvions en exporter une partie et nous faire ouvrir sur cette base or les crédits dont nous avions besoin. Notre trésor de guerre devait ainsi fonctionner de la même façon que pour les dépenses à l'intérieur.

Cela fut décidé par un arrangement passé entre M. Ribot et le Chancelier de l'Echiquier, le 30 avril 1915, à Londres. Car l'or de la Banque de France ne fut pas envoyé à New-York, mais à Londres qui nous fournit, en échange, des crédits sur les Etats-Unis. Il est probable que, si nous nous étions adressés directement aux Etats-Unis, l'Angleterre ne nous aurait pas consenti les crédits nécessaires pour payer nos achats à Londres. La Banque d'Angleterre désirait notre or, elle voulait en avoir le plus possible pour essayer de conserver au marché de Londres sa première place dans le monde et à la livre sa parité avec le dollar. C'est en nous menaçant de supprimer ses crédits, si nous ne la prenions comme intermédiaire, que l'Angleterre réussit à avoir une partie de notre or.

Bref, nous devions envoyer en or à la Banque d'Angleterre 20 millions de livres, soit 500 millions de francs, moyennant quoi elle nous assurait pour les six premiers mois à venir un crédit de 62 millions de livres (soit à peu près 1.600 millions

de francs) plus de trois fois supérieur à la garantie fournie.

En février 1916 un arrangement du même genre fut encore conclu à Londres. La Banque d'Angleterre en profita pour réclamer 75 millions d'or à la Banque de France, en vertu de la convention du 5 février 1915 qui, comme on le sait, nous obligeait à envoyer 150 millions de francs dans le cas où la réserve or de la Banque d'Angleterre tomberait au-dessous de 80 millions de livres.

Le 28 mars 1916, un nouvel arrangement fut conclu par lequel la Banque d'Angleterre nous ouvrait un crédit de 120 millions de livres (3 milliards de francs) au moyen de l'escompte de bons du Trésor français et de l'envoi en or d'une somme pouvant s'élever à 40 millions de livres, soit un milliard de francs. Cet or serait restitué au fur et à mesure des remboursements des bons du Trésor français qui commenceraient une année après la signature de la paix. Lord Cunliff, qui était venu traiter cette affaire avec M. Georges Pallain, trouva, en rentrant en Angleterre, de très mauvaises dispositions à notre égard, et M. Ribot qui se rendit immédiatement à Londres ne put obtenir qu'un crédit de 60 millions de livres soit 1.500 millions de francs, pour la même garantie en or [1].

Après une entrevue, qui eut lieu à Calais le 24 août 1916, un crédit de 25 millions de livres par mois nous fut accordé jusqu'au 15 mars 1917 moyennant une nouvelle avance en or de la Banque de France se montant au total à 50 millions de livres soit 1.250 millions de francs. Cet or devait nous être rendu au fur et à mesure du remboursement des crédits.

Enfin, l'entrée en guerre des Etats-Unis, en avril 1917, vint nous délivrer des difficultés inextricables où nous allions tomber. L'aide financière qu'ils nous apportaient, en attendant le coup d'épaule que leurs troupes sont venues nous donner sur le front, permettait de voir l'avenir sans angoisse. Il était temps ! Plus du tiers de notre encaisse or était passée en Angleterre. Au bilan de la Banque de France du 24 mai 1917, l'encaisse or global se montait à 5.269.155.523 fr., nous

(1) Mémoires de M. Ribot publiés en 1924 par la *Revue des Deux-Mondes*.

n'avions en caisse que 3.235.415.117 francs et à l'étranger 2.033.740.406 francs.

Tous ces faits viennent à l'appui du principe que nous avons posé plus haut. Ce n'est qu'indirectement, par le poids de crédit qu'elle est capable de supporter, que notre encaisse métallique doit fonctionner en tant que trésor de guerre.

En terminant cette partie de notre étude, il importe de remarquer que, si notre encaisse fut aussi forte en 1914 et put être fortifiée pendant les premiers mois de la guerre, cela tint à ce qu'alors la France était créancière du monde entier. L'or rentra en France au cours des premières hostilités, et c'est seulement en 1915 que, par un décret du 9 juillet, il fallut interdire toute sortie d'or autrement que par le canal de la Banque de France. En même temps une propagande active était faite dans le public et jusque sur le front [1] pour presser tous les Français de venir apporter leur or à la Banque. L'appel fut entendu et l'on peut voir dans le compte rendu des opérations de la Banque pour 1919 que « depuis le début de la guerre nos entrées d'or se sont élevées à 2.505 millions, dont la presque totalité est due aux versements patriotiques du public. »

Notre encaisse or devrait donc atteindre aujourd'hui le chiffre 6.646 millions de francs. En fait, elle ne s'élève qu'à un peu plus de 5.500 millions. C'est que les deux premiers arrangements passés avec l'Angleterre en avril 1915 et février 1916 ne comportent pas expressément le retour de notre or contre le remboursement des crédits qu'il garantit. Par suite, il n'est plus fait état, dans le bilan de la Banque, d'une somme de 1.067 millions.

En résumé, nos sorties *définitives* d'or pendant la guerre atteignirent 1.067 millions, chiffre d'ailleurs assez faible par rapport aux dépenses globales à l'extérieur et même par rapport au poids de crédit qu'a supporté notre encaisse.

Tels sont les services que le stock métallique de notre grande banque nous a rendus de 1914 à 1919. Il n'y eut pas deux encaisses, une encaisse trésor de guerre et une encaisse

(1) Surtout en mai-juin 1915.

garantie de la circulation fiduciaire; il n'y en eut qu'une. En temps de paix, le poids du crédit lui est léger; en temps de guerre, il devient beaucoup plus lourd; il ne consiste plus simplement en une circulation fiduciaire même très augmentée mais encore en un ensemble de formes plus ou moins variées de crédits. Ainsi l'encaisse sort de son rôle ordinaire de garantie de la circulation fiduciaire normale, tout en continuant de servir de substratum à un édifice de crédit. Même si l'Etat était réduit à la dernière extrémité, son emploi direct ne conduisait pas très loin et ne réussirait qu'à rendre la situation générale plus mauvaise.

Mais peut-être pendant la guerre a-t-on abusé des forces de la Banque. Dans l'avenir, dans un avenir qu'il faut espérer lointain, si l'on songe à la guerre, et rapproché, si l'on pense au redressement monétaire de la France, elle sera susceptible de nous rendre des services analogues à ceux dont nous lui sommes redevables. Tout dépendra de la politique financière qui sera suivie. Mais, certes, si une guerre recommençait actuellement, sa situation étant déjà obérée, elle serait sans doute impuissante à supporter une nouvelle augmentation de son fardeau.

DEUXIÈME PARTIE

Le rôle de l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire

Il importe de nettement délimiter notre champ d'étude et de poser le problème d'une façon précise pour éviter toute équivoque et prévenir quelques objections.

Nous rechercherons en premier lieu comment l'encaisse métallique de la Banque de France a joué dans le passé le rôle de garantie de la circulation fiduciaire. Nous examinerons ensuite l'état actuel des choses et comment nous y sommes parvenus. Nous nous demanderons enfin s'il y a des remèdes à la situation présente et quels ils sont ?

En temps normal, et même pendant les périodes troublées, l'encaisse métallique ne constitue pas la seule garantie de l'émission des billets. Le portefeuille de la Banque joue un rôle important en la matière; mais pour le moment cette constatation ne nous intéresse qu'indirectement. Toutefois nos raisonnements et nos calculs seraient faussés si nous ne tenions aucun compte du portefeuille. Aussi nous demanderons-nous comment le portefeuille peut seconder l'encaisse, nous efforçant de ne dissocier les deux sûretés que là ou elles peuvent l'être sans danger pour l'expression de la vérité. Il est d'ailleurs possible de dire que le portefeuille représente en partie une quantité de métal qui, éventuellement, peut être ajoutée à l'encaisse. De fait, en cas de crise, si les guichets de remboursement des billets sont assaillis par le public, que

se passe-t-il ? Si la Banque estime qu'elle peut faire face à la situation, elle commence par rembourser le billet à l'aide de son encaisse métallique. Celle-ci ne suffira pas très probablement; restera le portefeuille. De deux choses l'une, ou les effets venus à échéance seront payés en billets de la Banque qui seront annulés par compensation, ou le paiement en aura lieu en monnaie métallique qui viendra s'ajouter à l'encaisse, permettant ainsi de répondre aux demandes de remboursement. C'est ainsi que, pour partie, le portefeuille peut être assimilé à l'encaisse, en tenant compte toutefois des délais d'échéance : il représente des billets ou des pièces métalliques dus à la Banque.

CHAPITRE PREMIER

Comment fonctionnait l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire avant la guerre de 1914-1918?

Nous avons montré dans notre introduction que le crédit ne peut se passer d'une assise métallique. Si quelques expériences de monnaie de papier ont pu fournir autrefois des arguments à ses défenseurs, les réalités de l'heure présente ont ouvert bien des yeux en rendant tangibles les inconvénients de l'application d'une telle utopie. La hausse des prix, les fluctuations, le déséquilibre des changes, l'instabilité des affaires, le champ ouvert sans limites à la spéculation la plus éhontée ont donné la mesure des maux que peut engendrer le crédit sans substratum métallique.

Or, aujourd'hui, il semble impossible de revenir immédiatement à la normale. Il faudrait une saignée, mais une saignée qui serait dangereuse étant donné l'état du malade. Cependant, il faut faire l'imposible, soit pour donner une base solide au crédit qui en manque, soit pour supprimer un usage dangereux du crédit qui ouvre la porte aux maux que nous avons mentionnés.

§ 1. — L'encaisse et les billets de banque

Avant d'examiner la situation actuelle et d'en chercher des remèdes, nous voudrions montrer, en approfondissant le rôle en temps normal de l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire, que le crédit ne peut se suffire à lui-même et comment le portefeuille de la Banque de France aurait peu de valeur, en tant que garantie du billet, s'il n'était complété par l'encaisse métallique.

Au premier abord, quand on examine les relations qui, en

temps normal, existent entre ces trois postes : encaisse métallique — portefeuille — circulation fiduciaire, on a l'impression fausse que ce n'est pas l'encaisse métallique qui joue le premier rôle. Aucun porteur de billet ne se préoccupe, à moins d'un motif particulier, de réclamer de l'or à la Banque parce qu'il sait qu'il pourra en avoir dès qu'il le voudra. Le besoin de bonne monnaie n'est d'aucune intensité parce qu'aucun obstacle n'empêche sa satisfaction. Cette apparente passivité de l'encaisse est le signe certain d'une période de bonne santé. La circulation fiduciaire ne suivant que les besoins normaux du commerce reste dans des limites raisonnables qui varient avec celles du portefeuille. Ainsi l'assiette même du crédit n'est pas en péril; sa solidité est grande et engendre la confiance.

En temps normal, une partie de l'émission est intégralement couverte par de l'or; une autre partie, mise en circulation surtout à propos d'opérations d'escompte, est garantie par des effets de commerce. Les industriels, les commerçants et les banquiers mêmes, manquant de numéraire, portent à la Banque les effets de commerce qu'ils ont en portefeuille et celle-ci les escompte en émettant des billets qui, pour un temps, grossissent la circulation. A l'échéance des effets escomptés, les billets rentrent d'eux-mêmes. Normalement ces opérations n'impressionnent pas l'encaisse ou du moins très peu, dans la mesure seulement où l'escompte et le règlement des effets de commerce à l'échéance se font en numéraire, ce qui est assez rare. Tout en définitive se résoud par un gonflement du portefeuille et de la circulation fiduciaire ou par la diminution de ces deux postes, suivant que le nombre des demandes d'escompte augmente ou diminue.

En somme, dira-t-on, l'encaisse métallique ne joue aucun rôle dans la garantie de la circulation fiduciaire, on ne peut en effet appeler circulation fiduciaire l'ensemble des billets qui ne sont que l'exacte représentation de l'or et de l'argent enfermés dans les caves de la Banque. La vraie, la seule circulation fiduciaire est cette masse de billets dont la valeur nominale dépasse celle du stock de métaux précieux. Or celle-ci est garantie par le portefeuille. A quoi sert donc l'encaisse ?

En d'autres termes, le portefeuille pourrait-il se suffire à lui-même, ou, au contraire, ne peut-il se passer de l'encaisse ?

Répondons que le portefeuille serait impuissant sans l'encaisse à garantir une circulation fiduciaire quelconque. Nous nous trouvons toujours en présence de la même idée : on ne peut gager une circulation de titres de crédit sur d'autres titres de crédit. Ce serait revenir indirectement au vieux sophisme : « Le crédit multiplie les capitaux. » Le billet de banque, titre de crédit, ne peut être garanti par le seul portefeuille qui n'est qu'un ensemble de titres de crédit.

C'est pourtant le contraire qu'a voulu démontrer M. Viviani en 1897, à la Chambre des Députés : « Comme la circulation « fiduciaire, dit-il, est supérieure à l'encaisse métallique, et « comme elle va être supérieure demain à ce qu'elle est « aujourd'hui de par ce projet qui gonfle la circulation fidu- « ciaire jusqu'à 5 milliards (!) il faudra bien garantir le sur- « plus de cette circulation fiduciaire; avec quoi ? ». La Banque l'avoue elle-même, nous dit-il, c'est avec le portefeuille.

« Et qu'est-ce que le portefeuille, je vous en prie, s'il « n'est pas la réunion de tous les effets de commerce, s'il « n'est pas la représentation de tous les engagements de « l'industrie, s'il n'est la représentation anonyme et collec- « tive de toutes les valeurs réelles, certaines, créées en dehors « de la Banque.

« Ainsi, Messieurs, c'est le commerce qui fait crédit à la « Banque, ou du moins, je me trompe, *à travers la Banque* « *établissement passif et subalterne, c'est le commerce qui* « *fait crédit au commerce.* »

Nous avons choisi cette citation, à cause de la phrase lapidaire qui la termine, formule habile qui peut impressionner dangereusement beaucoup d'esprits. Sous cette formule, il y a cette pensée que la vraie circulation fiduciaire, représentée par les billets dont la valeur nominale dépasse le niveau de l'encaisse métallique, est seulement garantie par le portefeuile représentant les valeurs « créées » par le commerce et l'industrie.

Pour dégager la vérité, admettons un instant, ce qui est conforme à la thèse de M. Viviani, qu'il y ait, matériellement

parlant, deux sortes distinctes de billets de banque : un billet représentant des métaux précieux enfermés dans les caves de la Banque, et un billet, émis à l'occasion d'opérations d'escompte, uniquement garanti par le portefeuille. Du premier type de billets il n'y a rien à dire, ce serait purement et simplement un *certificat de monnaie*. Mais quelles pourraient bien être les caractéristiques de la seconde espèce de billets ? Et comment pourrait fonctionner sa garantie ?

Quant à ses caractéristiques, elles pourraient être, *au minimum*, les suivantes : billet d'un type uniforme représentant des sommes rondes, payables en espèces au porteur. Tel devrait être le titre de crédit remis au commerçant escompté en échange de son propre titre de crédit qui peut représenter une somme quelconque payable en espèces et à ordre. Ce billet de banque, plus près de la monnaie que la lettre de change à cause des caractéristiques que nous venons d'admettre, aurait une circulation moins difficile. Cette circulation serait d'autant plus étendue que le crédit de la Banque émettrice, établissement connu de tous, ayant une existence plus qu'honorable et vieille de 124 ans, serait plus solidement assis et plus universellement accepté que celui de M. X... ou de M. Z... C'est quelque chose, n'est-il pas vrai ? Et de ce seul fait il semble que la Banque soit un établissement important, dont le rôle, sans doute réduit, n'est cependant ni « passif » ni surtout « subalterne ».

Mais ce n'est pas tout, il y a une troisième caractéristique que devrait avoir le billet. Quelle serait sa date de paiement ? Serait-il à échéance ou à vue ?

S'il était à échéance, le billet émis par un établissement connu soumis à des règles sévères, telles que la formalités des trois signatures, circulerait certes assez facilement; mais il devrait, à chaque transmission, être escompté. Il affirmerait simplement que son possesseur M. X... a remis à la Banque une créance sur un tiers et la Banque reconnaitrait, par le seul fait de la remise du billet, que la créance est bonne, que le tiers est solvable, et qu'au surplus elle prend la responsabilité de la dette vis-à-vis du porteur de billet, quitte à se retourner ensuite contre l'émetteur et les endosseurs succes-

sifs de l'effet de commerce. Au lieu d'être un certificat de monnaie comme le billet du premier type, ce serait un certificat de titre de crédit, qui circulerait plus facilement que le titre de crédit lui-même, parce que la garantie du paiement serait plus forte de toute la compétence, de toute l'honorabilité, de toute la solvabilité de la Banque, parce qu'il présenterait aussi des avantages pratiques tels que le type uniforme, la somme ronde, etc... Quand ce billet viendrait à échéance, la Banque le rembourserait et elle le ferait normalement à l'aide de la prestation que doit fournir le débiteur de l'effet de commerce escompté.

Supposons, pour simplifier l'exposé, que la Banque n'escompte que du papier à 90 jours et que par conséquent elle n'émette que des billets payables au porteur à 90 jours d'échéance. Si elle escomptait du papier à échéances variées, elle émettrait des billets à échéances variées; cela ne changerait rien au raisonnement. Les billets émis et les effets escomptés devraient être payables à la même échéance, de telle sorte que, chaque jour, si la Banque devait rembourser 100.000 francs, elle puisse encaisser 100.000 francs. De deux choses l'une : ou le débiteur de l'effet de commerce paierait en billets, et il y aurait compensation entre sa dette et celle de la Banque, ou il paierait en espèces et la Banque pourrait ainsi rembourser le tiers porteur du billet de banque échu.

A la rigueur et en théorie un pareil système pourrait fonctionner, et aurait une certaine raison d'être; mais en pratique le billet dont il s'agit ne circulerait que très peu à cause de l'escompte. Il ne pourrait être accepté en paiement que par des gens cherchant un placement à court terme. La Banque, à vrai dire, n'aurait qu'un droit bien minime de retenir l'escompte puisqu'il ne serait justifié que par la supériorité du titre de crédit qu'elle délivrerait. Le commerçant ou l'industriel n'aurait guère d'intérêt à recourir à elle, car il serait escompté deux fois; il faudrait qu'il ne puisse absolument pas trouver acquéreur de son effet de commerce.

Enfin, même en supposant le fonctionnement du système possible, la Banque serait amenée à constituer une réserve afin de parer à l'insolvabilité de certains des débiteurs des

effets de commerce escomptés. Or, que serait cette réserve, sinon l'encaisse métallique ? Réserve nécessaire cependant, si l'on envisage, au lieu de l'insolvabilité de quelques débiteurs, une crise qui diminuerait les disponibilités de la circulation et provoquerait des faillites parmi les débiteurs d'effets de commerce.

Ainsi, un pareil système ne présenterait pas de grands avantages. Et cependant, *il rendrait nécessaire la constitution d'une réserve métallique.*

Que sera-ce, si au lieu d'envisager un billet remboursable à échéance, nous envisageons un billet payable à vue ?

Dans ce cas, le billet reprendrait tous ses avantages. Mais ce ne serait certainement plus du tout « le commerce qui ferait crédit au commerce », ce serait bien la Banque ! En échange d'un titre de crédit payable *à échéance*, elle remettrait un titre de crédit payable *à vue*. Elle dirait au créancier : « Vous « avez besoin de numéraire, je vous remets un billet que vous « pourrez à l'instant convertir en bonne monnaie. Vous aviez « fait crédit à votre débiteur; mais vous ne pouvez supporter « cette charge plus longtemps, je vous paie à sa place et je « prends la vôtre, c'est-à-dire : je fais crédit à votre débi- « teur. »

Une fois la Banque engagée, grâce à une première mise de fonds, elle pourrait espérer que, l'un dans l'autre, dans un délai assez court, chaque jour lui coûterait autant de sorties de billets qu'il lui procurerait de rentrées de fonds; mais ce ne serait qu'un espoir. Donc, elle devrait, comme précédemment, posséder une réserve pour faire face à l'insolvabilité d'un certain nombre de débiteurs.

Mais voici qui est plus grave. Pendant une période de prospérité, les demandes de crédit augmentent dans des proportions considérables et l'émission des billets suit le mouvement ascensionnel des affaires. Les billets, ainsi répandus dans le public, peuvent venir au remboursement avant l'échéance de la partie du portefeuile qui a justifié leur émission. La Banque se trouve donc, pendant ce délai, en face d'une circulation fiduciaire accrue, avec un portefeuille qui ne correspond qu'à une circulation normale. Ainsi un décalage se produit entre

la quantité de billets en circulation et la garantie qui peut leur être affectée..

Si, par suite d'un événement quelconque, une panique ou une crise éclate au moment de ce décalage, les billets viennent en foule au remboursement et la Banque se trouve en état de cessation de paiement. Un tel événement est, de plus, favorable à la multiplication des faillites, et la Banque peut se trouver en présence de nombreux débiteurs insolvables.

Il résulte de là que, si la thèse de M. Viviani était exacte, la Banque ne devrait pas émettre des billets à vue, en considération des demandes d'escompte qui lui sont adressées, mais en fonction de la valeur du portefeuille venu à échéance au moment où les demandes sont formulées. Cela même ne la dispenserait pas d'avoir une réserve pour créances douteuses ou mauvaises ! Mais ce qu'il y a de plus grave, c'est qu'elle serait vouée à la stagnation, puisqu'elle ne pourrait jamais accorder l'escompte plus largement le lendemain que la veille sans s'exposer au décalage dont nous venons de parler. Ainsi se trouve justifiée la nécessité d'une forte encaisse métallique qui seule peut permettre à la Banque d'échapper à une pareille situation.

La Banque ne peut faire crédit au commerce qu'à l'aide d'un billet payable à vue et en espèces garanti principalement par une forte encaisse métallique et subsidiairement par le portefeuille. C'est précisément ce qu'elle fait. Il est donc faux de dire que la Banque est un établissement « passif » et « subalterne », au travers duquel le commerce se fait crédit à lui-même.

Que reste-t-il dans la pratique d'une distinction théorique entre le billet émis à propos d'opérations d'escompte et le billet certificat de monnaie, distinction que nous avons accusée en supposant l'existence de deux types de billets ? Le portefeuille représente soit des billets dus à la Banque et qui, par conséquent, ne viennent pas au remboursement, soit de l'or qui vient grossir l'encaisse. En théorie les billets émis à l'occasion de l'escompte sont réellement dus à la Banque au moment de l'échéance du portefeuille et par conséquent ne font courir que peu de risques à l'encaisse. Mais, en pratique, tous les

billets étant du même type, circulent de la même façon, que théoriquement ils soient la représentation de la valeur nominale de l'encaisse ou qu'ils fassent partie de la circulation fiduciaire proprement dite. La distinction entre deux espèces de billets n'a pas de sens, puisqu'une fois lancé dans le public, un billet de banque perd le caractère particulier que pourrait lui donner la cause de son émission et que tous les billets sont payables à vue et en espèces.

Certes, si la Banque peut avoir une circulation fiduciaire supérieure à son encaisse métallique, c'est que normalement les billets de banque, circulant comme de la monnaie grâce à la solidité de leur garantie, ne viennent pas tous ensemble au remboursement et que la Banque peut ainsi, à l'aide du portefeuille échu, faire rentrer soit de l'or, soit des billets : C'est le rôle du portefeuille de seconder l'encaisse. Mais le rôle de l'encaisse est primordial, sans elle le portefeuille aurait une piètre valeur en tant que garantie de remboursement à vue. L'encaisse assure la solidité du crédit, le portefeuille lui donne sa souplesse.

§ 2. — L'encaisse et les crédits en Banque

L'encaisse de notre grande Banque ne garantît pas seulement la circulation fiduciaire, mais encore le remboursement des dépôts à vue et du solde des comptes courants. Sans doute, ces remboursements peuvent être faits en billets; mais il en résulte alors un accroissement de circulation que l'encaisse devra garantir. Toutefois, il faut le noter et nous en avons fait mention dans notre première partie, la circulation fiduciaire pourrait être notablement réduite sans diminuer pour cela la quantité de crédit accordé parce que l'emploi des comptes-courants, des chèques et des virements permet d'user facilement de la compensation, c'est-à-dire du règlement sans emploi de numéraire. De cette façon l'encaisse supporte sans danger un poids de crédit beaucoup plus considérable. Au lieu de réclamer des billets, le commerçant ou l'industriel qui demande du crédit, se fait ouvrir un compte-courant en Banque. Il emprunte à la Banque ou lui remet des créances;

ces opérations sont constatées par de simples passations d'écriture. Si le solde du compte est créditeur [1], il peut disposer de ce solde soit par chèque, soit par ordre de virement. Si le créancier du titulaire du compte a lui-même un compte-courant dans la même Banque, le règlement de la dette se fera très simplement par un ordre de virement, donné par le débiteur, de son compte à celui de son créancier. Il y aura règlement de la dette par simple passation d'écritures, sans emploi de numéraire. Entre deux commerçants qui sont en relations d'affaires, toutes les obligations peuvent se régler ainsi, jusqu'au moment où les comptes seront arrêtés; alors le solde du compte se liquide à l'aide d'une monnaie légale; mais la quantité de monnaie employée est, au total, très peu importante par rapport à celle qui eût été nécessaire si chaque opération effectuée entre les deux commerçants avait été liquidée immédiatement.

Enfin, grâce à l'usage du chèque barré [1], la même opération peut se réaliser entre deux personnes ayant des comptes dans des banques différentes. Les chèques barrés, qui ne peuvent être tirés que sur un banquier, et payés que par un banquier à un banquier, ne sont en réalité presque jamais touchés lorsque les Banques font partie d'une Chambre de compensation. D'une façon générale, toutes les obligations entre les Banques sont réglées, sans monnaie, à la Chambre de compensation. Chaque Banque établit sa situaiton vis-à-vis des autres. En possession de tous ces états, la Chambre de compensation reçoit le paiement de toutes les dettes, comme si elle était créancière et règle toutes les créances comme si elle était débitrice. Il est bien évident que les créances sont égales aux dettes. Mais il faut aller plus loin : la Chambre de compensation a un compte-courant à la Banque de France, ainsi que toutes les autres Banques. Dès lors, les dettes et les créances se règlent par de simples passations d'écritures, sans emploi de numéraire.

Donc la compensation joue entre particuliers à l'intérieur

(1) Créditeur en faveur du client,
(2) Introduit en France. Loi du 30 décembre 1911.

de chaque banque, et de plus entre les banques elles-mêmes, grâce à la Chambre de compensation et à la Banque de France qui centralise tous les comptes-courants.

N'insistons pas; le mécanisme de la compensation ne se rattache à notre sujet que par la question suivante : Ne pourrait-on faire supporter à l'encaisse métallique une plus grande quantité de crédit, en se servant moins des billets de banque et plus des crédits en banque, aboutissant à des compensation, c'est-à-dire à des règlements sans monnaie ?

Il semblera que nous devançions notre plan et qu'il s'agit ici d'un remède à apporter à la situation actuelle, puisqu'en fait, on tend en ce moment à augmenter l'emploi des crédits en Banque pour diminuer la circulation fiduciaire. Cependant, cette question était agitée dès avant la guerre. La solution qu'on adoptera peut s'appliquer à n'importe quelle époque. Il s'agit non d'un remède à une situation définie, mais d'une ligne de conduite générale à adopter ou à rejeter.

Remarquons tout d'abord l'analogie qui existe entre les crédits en Banque et les billets. Il peut y avoir inflation aussi bien à l'aide des uns que des autres, et cette inflation, d'où qu'elle vienne, influera sur le prix des marchandises; enfin, et c'est ceci que nous voulons mettre en relief, une inflation des crédits en Banque peut, aussi bien qu'une inflation de la circulation fiduciaire, mettre en péril l'encaisse de la Banque de France.

En effet, si le client d'une Banque accepte que son dû lui soit payé par une simple passation d'écritures à son compte, c'est parce qu'il ne doute pas de la solvabilité de la Banque. Il sait qu'il pourra, dès qu'il le voudra, disposer du solde créditeur de son compte. Il en est de même pour les Banques à cette différence près qu'elles doivent s'inspirer mutuellement confiance et trouver du crédit près de leur clientèle. Or, supposons que, pour une raison ou pour une autre, les clients d'une Banque craignent sa chute; ils vont tous réclamer le paiement en *numéraire* du solde créditeur de leurs comptes. Le banquier, après avoir épuisé son encaisse personnelle, réclamera le paiement en numéraire du solde créditeur de son compte à la Banque de France. Celle-ci emploiera

à cette fin une partie de son encaisse, ou procédera à une émission supplémentaire de billets, ce qui en définitive reviendra au même.

En supposant une généralisation de cette hypothèse, en cas de crise grave, toutes les Banques réclameront du numéraire, et l'encaisse de la Banque centrale sera fortement menacée.

Ainsi tout dépend de la confiance du public. Si le créancier veut bien accepter en paiement un chèque de son débiteur qu'il remettra à son propre banquier, la compensation jouera normalement tôt ou tard. Mais s'il veut du numéraire parce que son propre créancier lui en réclame, parce qu'en définitive chacun cherche pendant une période difficile à percevoir réellement le montant de sès créances, l'édifice du crédit qui mène à la compensation s'écroule et l'encaisse de la Banque centrale est menacée aussi bien que par une trop forte émission de billets.

Cependant, il existe une différence entre les deux cas, c'est que l'inflation fiduciaire est connue de tous et que l'inquiétude qu'elle fait naître provoque nécessairement des demandes de remboursement. Au contraire, une inflation de crédits en Banque est beaucoup moins visible. Les Banques sont plus intéressées que jamais au maintien de la confiance; par les conseils qu'elles donnent à leurs clients elles peuvent sauver une situation et permettre de traverser une crise peu grave, sans que l'encaisse de la Banque centrale soit inquiétée.

Il n'en reste pas moins vrai que ce système, pas plus que tout autre système de crédit, ne saurait se passer d'une forte assise métallique, bien qu'avec lui celle-ci puisse être moins importante puisqu'il n'y aura jamais que des soldes de comptes à liquider. Est-il besoin d'ajouter que toutefois plus l'assise métallique sera forte, plus le système de crédit qu'elle supporte sera solide.

A ce propos on nous donne en exemple l'Angleterre et les Etats-Unis, afin de nous inciter à faire un pas dans le sens d'un plus fréquent usage des crédits en banque. Le stock monétaire de l'Angleterre semblait très faible par rapport au nôtre avant la guerre. Cependant sa vitesse de circulation, grâce à l'emploi des crédits en banques, permettait d'alimenter

avec économie une vie commerciale et industrielle plus active que la nôtre. Mais n'oublions pas que le crack Baring, en 1890, obligea la Banque d'Angleterre à demander de l'or à la Banque de France et qu'il en fût de même, en 1907, au moment de la crise mondiale partie des Etat-Unis.

Il faut d'ailleurs voir dans ces deux faits non seulement le témoignage d'une insuffisance des réserves or de la Banque d'Angleterre, mais encore la preuve de l'infériorité du chèque (moyen de faire circuler les crédits en banque) sur le billet de banque pour fournir au crédit une élasticité suffisante : si le chèque est plus employé en Angleterre qu'en France c'est parce que le système d'émission des billets y est beaucoup trop rigide. En France, le maximum peut être élevé facilement, et il y a là une soupape de sûreté en cas de crise. La suprématie du chèque sur le billet de Banque en Angleterre résulte surtout de la rigidité de l'act de 1884, qui empêche la Banque d'élever sa circulation au-dessus de l'encaisse métallique sans qu'elle soit garantie par les fonds d'Etat représentant le capital de la Banque.

Concluons néanmoins que l'emploi des crédits en Banque, au moyen des chèques ordinaires et des chèques barrés qui mènent à la compensation, doit être développé puisque c'est un procédé, à tous les points de vue, économique, mais qu'il ne saurait remplacer l'usage du billet de banque surtout pour les petites coupures. Le billet doit subsister pour donner au crédit l'élasticité nécessaire. Et l'ensemble de l'édifice doit être solidement assis sur une forte encaisse métallique dont le rôle effacé en temps normal se montre en plein éclat au moment de la crise.

C'est alors que l'on s'aperçoit réellement des motifs de la solidité du crédit et que l'on demande à sa garantie de supporter tout l'effort.

Nous allons passer rapidement en revue quelques crises auxquelles la Banque de France eut à faire face dans le passé. Nous verrons le rôle plus ou moins important joué par l'encaisse dans tous ces cas.

§ 3. — L'Encaisse et les Crises

Instituée le 28 Nivôse An VIII (18 janvier 1800), par un arrêté du Gouvernement consulaire, la Banque de France avait à compter avec un passé qui ne recommandait pas les établissements d'émission. La défiance était encore tenue en éveil par le souvenir de la faillite de Law et par les graves embarras avec lesquels ses successeurs furent aux prises. Après la chute lamentable du système en 1720 rien ne fut tenté en l'espace de 50 ans pour doter la France d'un établissement financier nécessaire à l'essor et à la prospérité du commerce. Puis en 1776 fut créée la Caisse d'Escompte et du Commerce qui eut à traverser deux crises fort graves, l'une en 1783, l'autre en 1787, et qui disparut en 1793. La Caisse des Comptes Courants en 1796, la Caisse d'Escompte du Commerce en 1797, la Factorerie, et le Comptoir Commercial en 1800 furent les établissements de crédit qui précédèrent immédiatement la Banque de France. Pour porter un jugement d'ensemble sur ces établissements, on peut dire que, de deux choses l'une, ou ils furent peu actifs et ne rendirent que de médiocres services, ou leur marche normale fut entravée et leur existence mise en péril par le fait du Gouvernement qui ne songeait à s'en servir que pour parer aux embarras financiers de son trésor. Il en résulta une émission beaucoup trop considérable de billets par rapport à l'encaisse et à la longueur d'échéance du portefeuille. Dans tous ces cas, on peut constater l'imprudence qu'il y a à développer outre mesure le crédit, sans l'asseoir sur une solide réalité monétaire.

On comprend aisément qu'avec ce passé la Banque de France eut à lutter contre une défiance qu'elle devait détruire par la suite grâce aux leçons de prudence que ce passé même lui léguait.

Les premiers chiffres nous révèlent, en l'an VIII, une encaisse métallique de 8.013.000 francs garantissant une circulation fiduciaire de 12.466.000 francs, le portefeuille se montait alors à 10.900.000 francs. La garantie était donc solide; la Banque fonctionna normalement et se fortifia suffi-

samment pour pouvoir traverser la crise pénible qui allait l'assaillir en 1805.

Ayant reçu le monopole de l'émission par la loi du 24 Germinal An XI, elle avait adroitement favorisé la fusion des anciens établissements de crédit qui se voyaient retirer la faculté d'émettre des billets. Elle avait pu ainsi très aisément élever son capital de 30 à 45 millions. Mais c'est encore une fois et non la dernière que nous le constaterons, la Banque de France eut le tort d'accepter, en plus du service des rentes pour le compte de l'Etat, de lourdes charges pour le compte du trésor obéré par des déficits budgétaires se montant à 20 millions pour l'An XII, 40 pour lAn XIII et 20 que l'on venait seulement de découvrir et qui étaient passés inaperçus par suite d'une comptabilité encore très rudimentaire, donc au total 80 millions. On y suppléa en grande partie en ne payant pas la fameuse compagnie des Négociants Réunis qui se chargeait des fournitures et des vivres pour l'armée. L'Etat, à vrai dire, lui remettait bien des obligations des receveurs généraux, effets souscrits par les comptables des impôts directs et payables chaque mois à leurs caisses; mais les fournisseurs de l'armée ne pouvaient régler leurs créanciers avec ces obligations. Ils se trouvèrent donc dans la nécessité d'emprunter. Or, à cette époque encore troublée, les capitaux continuaient à se cacher et les emprunts étaient difficiles à réaliser. Aussi la Compagnie des Négociants Réunis se livra-t-elle à l'opération suivante : elle mit en gage ses obligations des receveurs généraux et tira des lettres de change pour leur montant sur les détenteurs de ces mêmes obligations; enfin, elle se fit escompter ces lettres de change par la Banque de France. Il en résulta que la Banque de France fit à l'Etat l'avance des impôts non encore recouvrés pour permettre aux armées napoléoniennes de ne manquer ni de fournitures ni de vivres. Elle émit des billets payables à vue et au porteur, garantis uniquement, étant donné leur nombre, par des effets de commerce qui n'étaient pas de premier ordre.

L'opération se réduisit à cela, mais il ne faut pas oublier que les intermédiaires — Compagnie des Négociants Réunis et prêteurs sur gages — prélevaient un intérêt, ce qui réduisait

sait d'autant le montant des impôts à venir utilement employé [1].

Bref, pour escompter tous ces papiers, pour assurer le service des rentes, la Banque de France fut obligée d'émettre des billets bien au delà des besoins normaux du commerce. La circulation fiduciaire était passée de 12.466.000 francs à 80.000.000 francs L'encaisse de la Banque, au contraire, descendit au-dessous de 8.013.000 francs. Or les billets en surabondance revenaient à la Banque qui journellement en remboursait pour 300.000 francs; plus de 2 millions par semaine. L'encaisse devait fondre rapidement. Le Conseil de Régence, en l'absence de Napoléon, autorisa la Banque à limiter ses remboursements. Grâce à cette mesure, qui eût du être prise plus tôt, la Banque put attendre les échéances successives de son portefeuille qui en partie annulèrent les billets, en partie firent rentrer de l'or et de l'argent; grâce aussi à une diminution des escomptes, la Banque put reprendre normalement ses opérations, puisqu'en 1806 nous trouvons une encaisse de 57.809.000 francs et une circulation de 64.866.000 francs. Mais que se serait-il passé si la Banque, démunie d'encaisse, n'avait pu faire face immédiatement à aucun de ses engagements ?

Au cours des années qui suivirent, l'encaisse augmenta, précédée par la circulation fiduciaire. En 1812, nous trouvons 81.696.000 francs à l'encaisse et 106.664.000 francs à la circulation.

Il est à remarquer qu'à la fin de son règne, Napoléon ne laissa pas une situation obérée. On sait qu'il avait constitué, en dehors du budget de l'Etat, un « Domaine extraordinaire » alimenté par ses conquêtes, par les tribus qu'il faisait payer aux vaincus et à l'aide duquel il put non seulement récompenser, en les dotant, ses officiers et ses soldats, mais encore constituer un trésor de guerre déposé dans les caves des Tuileries.

La Banque souffrit peu de la transition entre l'Empire et la Restauration. Après un court moment de panique provoqué

(1) Les obligations des receveurs généraux ressemblent beaucoup aux chèques-contributions imaginés par M. Clémentel, ministre des Finances.

par l'entrée des troupes ennemies à Paris, le calme se rétablit et nous assistons à un grossissement considérable de l'encaisse qui en 1820 atteint 194.945.0000 francs alors que la circulation fiduciaire se développe plus lentement et n'atteint que le chiffre inférieur de 153.802.000 francs. C'est un fait d'ailleurs assez fréquent jusqu'en 1846 environ.

A cette date, se place une crise assez grave dont il convient de rapporter les principaux incidents.

En 1846, l'encaisse atteignit au maximum 252 millions. Mais à partir du mois de juillet on s'aperçut que, peu à peu, le stock diminuait régulièrement sans que rien put faire prévoir l'arrêt de ce mouvement. Du 1er juillet 1846 au 14 janvier 1847 l'encaisse diminue de 172.847.000 francs. Au 31 décembre 1846 elle contenait à peine 71 millions. Entre temps la circulation atteignait au maximum 311 et au minimum 243 millions. La situation n'était pas extrêmement grave. Elle ne nous révèle pas une inflation des crédits, mais simplement un besoin d'or du public. Non seulement l'or de l'encaisse fut exporté, mais encore l'or en circulation dans le pays. C'est ce qui explique l'augmentation de la circulation fiduciaire; elle était nécessaire pour reconstituer le stock des instruments d'échange.

D'ailleurs la crise était purement commerciale. Les mauvaises récoltes de 1845 et 1846 nous forcèrent à faire de gros achats d'objets d'alimentation à l'étranger. Si bien qu'en trois ans, nos importations doublèrent sur ce point : de 187 millions en 1845 elles passèrent à 364 millions en 1847; en 1846 elles furent de 254 millions.

A l'intérieur, le développement des chemins de fer et des industries connexes, de la métallurgie notamment, avait immobilisé les capitaux et une certaine gêne se manifestait. Nous eûmes donc d'autant plus de mal à payer nos achats à l'étranger.

La Banque obtint alors, de la part de capitalistes anglais, une avance de 1 million de livres sterling à 5 % sur dépôt de rentes. Avec ces 25 millions de francs elle acheta des lingots et des piastres qui lui furent livrés par envois échelonnés. Elle éleva le taux de son escompte et de ses avances

de 1 %. Ces deux mesures pouvaient suffir à la rigueur, et, en fait, la situation s'améliora puisque, en mars, l'encaisse était remontée à 110 millions.

Une proposition soumise à la Banque par l'Empereur de Russie et acceptée par elle vint rétablir définitivement la situation. L'Empereur de Russie proposa, par l'intermédiaire de son ambassadeur, d'acheter pour 50 millions de rente française à la Banque. Nous avions fait de gros achats de céréales à la Russie. C'était un moyen pour nous de régler la majeure partie de nos dettes. Nous cédâmes des titres de rente au lieu d'exporter de l'or immédiatement.

Cette crise, purement commerciale, allait se terminer sans de trop gros ennuis quand éclata la Révolution de 1848.

Ce fut une panique, une ruée vers tous les établissements de crédit. La Banque de France connut, plus que toute autre, une situation alarmante. Elle avait été brusquement obligée de rembourser 77 millions sur le compte-courant du trésor. De plus, de nombreux libelles et « d'étranges brochures » réclamaient la suppression de la Banque de France, son remplacement par une Banque nationale et même le retour aux assignats. M. Louis Blanc proposa au Gouvernement provisoire la suppression et le remplacement de la Banque de France par une Banque nationale. Les menaces de suppression prenaient ainsi un caractère officiel.

On comprend dès lors à quel point le crédit du billet put être atteint. Peut-être n'allait-il plus rien valoir !

Pour faire face aux demandes de remboursement des billets (260 millions) et des dépôts à vue (85 millions) la Banque ne disposait que de 73 millions de bonne monnaie.

Elle obtint alors l'établissement du cours forcé par un décret des 15-16 mars 1848. Il faut noter cette date. C'est la première fois que le cours forcé fut appliqué et c'est à partir de ce moment que la Banque fut obligée de publier un bilan hebdomadaire.

Le Gouvernement avait ses raisons pour ne pas supprimer la Banque et pour donner cours forcé à ses billets. Il comptait en obtenir des avances. De fait, la Banque fournit à l'Etat 230 millions en plusieurs versements (50, 30, 75 et 75).

Cependant la confiance vis-à-vis de la Banque était solidement établie, et dès que l'on sut que son existence n'était pas en péril, les billets, un instant dépréciés, reprirent vite leur vraie valeur et l'or commença de rentrer dans les caves de la Banque. Le 6 août 1850, le cours forcé fut supprimé et, en 1851, la situation se trouvait complètement rétablie. Le maximum de la circulation atteignit cette année là 564 millions et le minimum fut de 404 millions. L'encaisse oscilla entre les deux chiffres extrêmes de 628 et 470 millions.

En 1857 c'est à une crise mondiale que la Banque dut faire face. La découverte des mines d'or d'Australie en 1849 et de Californie en 1851 avait donné une ampleur extraordinaire aux affaires. C'est en Amérique surtout que la crise fut grave, mais elle fit des ravages en France. La Banque fut assaillie de demandes de crédit et son encaisse commença à filtrer rapidement. Le maximum annuel descendit de 624 millions en 1851 à 291 millions en 1857. La circulation au contraire passa de 564 à 646 millions.

Prévenue à temps par l'exemple de l'Amérique, où les faillites se multipliaient, la Banque adopta une attitude énergique tendant à réduire le crédit. Elle y réussit par la hausse du taux de l'escompte qui atteignit jusqu'à 10 %, par la réduction des avances sur titres et du maximum des échéances. Ces mesures énergiques rendirent la confiance au public et arrêtèrent la panique à son début.

En 1864, notre encaisse eut à souffrir de la crise subie par le bimétallisme. Elle atteignit au maximum 367 millions alors que la circulation s'avançait jusqu'à 840 millions.

La crise de 1870 rappelle celle de 1848. Pour la seconde fois le cours forcé fut décrété. Nous avons parlé de la crise de 1870 dans notre première partie. Si, au point de vue général, elle fut plus alarmante que celle de 1848, elle fut moins grave au seul point de vue financier. Personne ne douta, en 1870, du maintien de la Banque. Gambetta parla bien de la « briser » mais il s'agissait d'une menace. En 1848, au contraire, c'est au nom de principes que le Gouvernement songea à la supprimer.

En 1882, c'est une crise analogue à celle de 1857 qui se

reproduisit. Mais cette fois, mieux préparée, instruite surtout par les leçons de l'expérience, la Banque prévint le danger couru par son encaisse; cette dernière atteignit au minimum 1.791 millions alors que les années précédentes elle dépassait à peine 2.200 millions au maximum. La circulation n'augmenta que de 3 à 400 millions.

En 1907, enfin, la crise partie des Etats-Unis n'eut que peu de répercussion sur la Banque de France. Elle contribua surtout à montrer notre puissance en nous donnant l'occasion de prêter à la Banque d'Angleterre plus de 75 millions d'or à destination des Etats-Unis.

Avant d'arriver à l'étude de la grande crise ouverte par la guerre de 1914 et qui a porté un coup si rude à la veille Europe qu'elle se prolonge encore et se prolongera sans doute longtemps, jetons un rapide regard en arrière en essayant de classer les crises dont nous venons de parler.

En 1805-1806, nous avons l'exemple d'une crise affectant un aspect commercial mais qui est en réalité une crise politique, une crise provoquée par le Gouvernement. Nous sommes en présence de papiers de commerce qui circulent mal, avec des taux d'escompte exagérés parce qu'ils sont mal garantis. Mais c'est la faute du Gouvernement, celle des déficits budgétaires, qui ne permettent pas de payer les dépenses de l'armée. La meilleure preuve en est que, sans aucune modification profonde du point de vue financier, la situation se détend dès l'annonce des victoires de Napoléon en Autriche [1].

En 1846-1847, la crise est commerciale et nationale. Elle se traduit surtout par un besoin de change. Nous ne constatons pas d'inflation comme en 1805, mais un fléchissement énorme de l'encaisse. Nos importateurs ne pouvant se procurer du change sur Londres, la Belgique, l'Allemagne et la Russie, en quantité suffisante, sont obligés d'exporter de l'or.

En 1848, la crise fut politique et n'affecta pas un caractère commercial. Elle se traduisit par un fléchissement de l'encaisse

(1) Il y a une grande analogie avec la crise actuelle. On prétend que le commerce et l'industrie ont besoin de numéraire; en réalité, c'est le Trésor qui en a besoin, parce qu'il est, par suite des déficits budgétaires antérieurs, devenu un véritable banquier.

parce que le Gouveremnt Provisoire parlait de supprimer la Banque. C'était par là-même porter atteinte au crédit de son billet, les porteurs perdant confiance en demandèrent le remboursement. Nous constatons aussi une augmentation notable de la circulation, provoquée par les avances consenties au Gouvernement; ce fait contribua à amoindrir encore la confiance du public.

En 1857, la crise mondiale est provoquée par une véritable fièvre d'entreprises. C'est une crise de spéculation. Les acteurs de cette crise contribuent au gonflement du crédit, tandis que les spectateurs, affolés par les faillites qui se succèdent, ne songent plus qu'à thésauriser : c'est pourquoi l'encaisse diminue.

Voici donc quatre types de crises qui se reproduiront dans la suite. Seuls les circonstances et les chiffres diffèreront, les faits essentiels resteront les mêmes. Il faut noter cependant que la crise de 1864 présente un caractère assez particulier. Elle fut aggravée du fait de notre système bimétalliste : la loi de Gresham s'appliqua à notre détriment.

De l'examen de ces faits, il est possible de tirer dès maintenant les enseignements suivants :

L'encaisse n'a pas joué du tout le même rôle en 1805, 1848 et 1857 qu'en 1846. En 1846, les difficultés furent surtout connues des hommes d'affaires, la Banque n'eut donc pas à faire face à de grosses demandes de remboursement du public. L'encaisse servit surtout à payer nos dettes à l'extérieur parce que nous ne pouvions les compenser à l'aide de créances sur l'étranger.

En 1805, 1848 et 1857, au contraire, l'encaisse joua très nettement le rôle de garantie de la circulation fiduciaire. Tous les porteurs furent au courant des événements qui marquèrent ces périodes et, craignant l'avenir, ils délaissèrent les billets pour l'or. Dans le premier cas, il n'y eut pas crise de confiance et le crédit de la Banque ne fut pas atteint. Dans le second, les porteurs de billets doutèrent de l'avenir de la Banque soit à cause des événements politiques, soit à cause de la fièvre de spéculation qui engendrait des faillites.

Dans tous les cas, il est vrai, on demanda le remboursement

des titres de crédit. Seulement, en 1846, ce fut pour des besoins vraiment commerciaux et non parce que les titres étaient dépréciés; c'est parce qu'ils n'étaient pas acceptés à l'étranger. Au contraire, en 1805, 1848 et 1857 ce fut la crainte qui provoqua la diminution de l'encaisse et l'on n'utilisa pas les sommes remboursées à des dépenses productives; on les thésaurisa.

Lorsque la confiance n'est pas entamée, la Banque connaît le remède : elle élève le taux de son escompte et la situation se rétablit normalement. D'un côté elle arrête indirectement les demandes de remboursement. En effet, dans une crise commerciale semblable à celle de 1846, ce sont les commerçants, les industriels, ceux qui demandent l'escompte qui réclament aussi de l'or. D'un autre côté, elle provoque les rentrées de fond en procurant des placements avantageux.

Lorsqu'au contraire la confiance est ébranlée, le remède de l'élévation du taux de l'escompte est impuissant. Certes cette mesure peut enrayer la spéculation mais ce n'est pas absolument sûr. La situation peut s'aggraver très vite et ce sont alors les billets déjà existants, ceux qui circulent effectivement, qui viennent au remboursement. Il n'y a qu'une solution à la crise de confiance, si la Banque est trop affaiblie pour y parer : c'est le cours forcé, et nous savons trop aujourd'hui combien cette solution peut être grave.

CHAPITRE II

Le rôle actuel de l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire

Nous avons parcouru dans notre première partie les étapes vers l'inflation actuelle, et nous avons constaté, à ce propos, que les avances de la Banque à l'Etat représentaient plus de la moitié de la circulation fiduciaire. Nous avons déploré que l'on n'ait pas tout fait pour cesser de recourir à la Banque après la guerre, l'effort qu'elle avait dû fournir à ce moment ayant été déjà au-dessus de ses forces. Mais, il ne sert à rien de se lamenter. On peut chercher à tirer du passé, des leçons pour l'avenir; il est malsain de s'attarder à regretter l'action qui déjà produit ses effets. Il faut, avant tout, chercher à parer aux conséquences de l'acte. Or, pour trouver les remèdes adéquats à une situation, il faut d'abord la connaître. Nous ferons donc ici le compte exact de l'encaisse et de la circulation fiduciaire, et nous déterminerons leur rapport actuel.

C'est de l'encaisse or qu'il faut surtout tenir compte. L'encaisse argent est fort peu importante actuellement (311 millions de francs environ); en outre, l'or est devenu l'étalon international des valeurs, la valeur de l'argent par rapport à l'or étant tombée bien au-dessous de celle qui résulte du rapport de 15,5 admis par la loi de Germinal an XI [1].

(1) Cependant, par rapport au franc-papier, le franc argent devient une monnaie « forte » puisqu'au prix du métal contenu dans la pièce de 5 fr. cette dernière vaut au change plus de 2 fr. 50 en or. Au contraire le billet de 5 francs ne vaut pas même 2 francs.

La différence a été encore plus grande, lors de la hausse de l'argent, puisqu'à ce moment, d'une façon absolue, la pièce de 5 francs a été une monnaie forte. La valeur marchande de l'argent en or a été un moment supérieure à sa valeur nominale par rapport à l'or (février 1920).

Notre encaisse or atteignait avant la guerre le chiffre de 4.141.341.663 francs. Nous avons vu que, grâce aux versements patriotiques du public pendant la guerre, elle eût du atteindre depuis lors 6.646 millions de francs. Or elle n'est, au bilan du 10 avril 1925, que de 5.545 millions. Nous en savons la raison. Le milliard qui manque est définitivement sorti de nos caisses par suite de conventions passées entre l'Angleterre et la France, entre avril 1915 et février 1916. Il nous reste donc 5.545 millions d'or.

Peut-on affecter cette somme entière à la garantie de la circulation fiduciaire ? Non certes, et ici encore il faut se reporter à ce que nous avons dit du rôle de l'encaisse métallique trésor de guerre. Nous savons que, pour obtenir les crédits nécessaires à la couverture d'une partie de nos dépenses à l'extérieur, une certaine quantité d'or a été envoyée en Angleterre. Cet or doit nous être restitué au fur et à mesure du remboursement des crédits. Mais ces crédits ne sont pas tous remboursés et, si un règlement des dettes interalliées intervenait, il est à craindre que, n'étant pas en mesure de payer nos dettes, nous ne revoyions jamais notre or. Sans supposer même cette pénible éventualité, il reste vrai que l'or à l'étranger, étant affecté à de gros crédits en Angleterre et aux Etats-Unis, ne peut servir présentement à garantir notre circulation fiduciaire.

Depuis l'année 1922, l'or à l'étranger atteint le chiffre de 1.864.320.000 francs. Le chiffre le plus élevé a été de 2.037.108.484 francs; il figurait encore au bilan du 13 février 1919. Huit jours après cette date, la Banque de France récupérait 58.800.000 francs : la rubrique « or à l'étranger » accusait alors une somme de 1.978.308.484 francs. Dans le compte rendu des opérations de la Banque pour 1918, fait au début de 1919, il est parlé de cette diminution. Peu à peu l'or à l'étranger fut ramené au chiffre de 1.950 millions.

Dans le compte rendu des opérations de la Banque pour l'année 1922 (Assemblée des actionnaires du 25 janvier 1923) il est fait mention d'une deuxième diminution importante de l'or à l'étranger. « La Banque d'Angleterre, y est-il dit, nous a réexpédié cette année une partie de l'or que nous lui avons

remis, pendant la guerre, à l'appui d'une ouverture de crédit consentie au Trésor français par la convention en date du 25 avril 1916.

« Aux termes de cette convention nous devions consigner à Londres un montant en or égal au tiers du crédit consenti; cet or devait être restitué au fur et à mesure des remboursements opérés par le Gouvernement français.

« C'est en exécution de cet accord que nous avons déjà récupéré en 1919 la libre disposition de 58.800.000 francs en or et que, cette année même, les remboursements effectués ont dégagé un nouveau montant de 84.022.000 francs. »

Mais ces remboursements n'ont pas continué suivant le même rythme et, actuellement, il reste en Angleterre 1.864.320.000 francs qu'il est impossible de considérer comme garantie de la circulation fiduciaire intérieure [1].

Quel disponible reste-t-il donc ? Exactement : 3.680 millions d'or plus 311 millions d'argent.

Par ailleurs, notre circulation fiduciaire n'a pas diminué, loin de là. Au bilan du 10 avril 1924, la circulation totale dépassait 40 milliards (40.115 millions) et, dans ce total, les avances à l'Etat comptaient pour 22.800 millions. Il est vrai que ce bilan est l'un de ceux qui correspond à l'époque de la crise des changes de mars-avril 1924, la plus grave que nous ayons eu à traverser jusqu'ici. Cependant, ces chiffres ont été largement dépassés depuis. La circulation a atteint près de 43 milliards, dépassant ainsi le maximum légal de 2 milliards, et cela sans autorisation des Chambres. Cette situation vient

(1) Un avenant aux conventions de 1916 a été passé le 12 avril 1923 entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre, le Gouvernement français n'ayant pu effectuer les remboursements exigibles cette année-là. « Aux termes de ce nouvel accord, le règlement des sommes restant dues, soit 55 millions L. S., et qui étaient exigibles entre le 5 mai et le 25 août 1923 a été reporté sur 7 années et sera réalisé par des versements progressifs s'échelonnant du mois de mai 1924 au mois de novembre 1930 ». L'avenant prévoit que l'or correspondant à ces crédits, soit 462.800.000 fr. « sera restitué par envois successifs à partir du mois d'avril 1928 et proportionnellement aux remboursements intervenus jusqu'à la liquidation totale en novembre 1930 ». (*Compte rendu des opérations de la Banque pour l'année* 1923. Assemblée des Actionnaires du 31 janvier 1924).

d'être régularisée par la loi d'avril 1925, qui élève le maximum légal de l'émission à 45 milliards et la limite des avances à l'Etat à 26 milliards.

Avant la crise de 1924 la circulation fiduciaire oscillait autour de 37 milliards et les avances à l'Etat autour de 23, le plus souvent au-dessous. Le chiffre de 22.800 millions, révélé par le bilan du 10 avril 1924, est donc normal. Mais l'on pouvait espérer que le total de 40 milliards diminuerait et que, si la circulation fiduciaire ne redescendait pas de sitôt aux environs de 37 milliards, elle oscillerait autour du chiffre de 39 milliards. Les événements récents nous ont fait perdre cet espoir.

Pour calculer la garantie qu'offre l'encaisse métallique à la circulation fiduciaire, il est impossible de prendre des chiffres précis dans un bilan déterminé : les variations sont incessantes et parfois assez fortes, surtout en ce moment. Nous nous référerons donc à des moyennes approximatives, qui, cependant, seront suffisamment exactes étant donnée l'énorme disproportion existant entre l'émission et sa garantie.

L'encaisse disponible de 3.680 millions garantissant une circulation de 43 milliards, le pourcentage est de 9 % environ. Mais il ne faut pas prendre ce pourcentage à la lettre; le portefeuille a une réelle valeur et, au bilan du 3 avril dernier, il dépassait 6 milliards. En moyenne il oscille entre 5 et 6 milliards. L'encaisse argent vaut aussi quelque chose. Puis, et surtout, il faut considérer que les ressources de la Banque ne sont pas seules appelées à soutenir la confiance dans le billet de banque [1].

Certes tous les billets émis, quelque soit la cause de leur

(1) On prétend actuellement que la garantie or du billet de banque n'a plus aucune espèce d'importance, puisque, dit-on, la Banque est dispensée du remboursement, la mention remboursable « en espèce et à vue » n'est plus qu'une formule vide de sens. Ce n'est pas notre avis. Le billet de banque n'est pas uniquement un « billet d'Etat », il est en majeure partie garanti par lui, ce qui n'est pas la même chose. Si juridiquement la Banque est dispensée du remboursement, économiquement elle ne l'est pas. La suspension des paiements ne doit être que momentanée. D'ailleurs, pourquoi la Banque continuerait-elle de porter à son passif les 40.900 millions de billets, si le billet était devenu un papier d'Etat ?

émission, circulent dans le public; la Banque est éventuellement [1] débitrice, vis-à-vis des porteurs de billets, de 43 milliards de bonne monnaie : la comptabilité nous le révèle, puisque 43 milliards sont, de ce chef, portés au passif de la Banque.

Mais, dans l'actif, nous trouvons comme contre-partie, non seulement l'encaisse et le portefeuille, mais encore des créances résultant surtout d'avances temporaires consenties à l'Etat, ainsi que de bons du Trésor français escomptés pour avances aux Gouvernements étrangers. A cette occasion, la Banque a émis des billets qui sont compris dans le total de la circulation fiduciaire.

En résumé, sur 43 milliards de billets émis, 3.680 millions sont garantis par de l'or, 311 millions par de l'argent, 5 à 6 milliards environ par le portefeuille; soit en chiffres ronds 8 milliards garantis d'une façon normale et sérieuse. Le reste ne l'est que par des créances discutables.

Par ailleurs, remarquons que le portefeuille actuel de la Banque ne peut plus être comparé à celui d'avant la guerre. Il ne forme plus, comme jadis, un tout avec l'encaisse. Les effets de commerce qu'il contient, du moins ceux tirés sur la France, ne représentent plus que des billets. Presque jamais une pièce d'or ne rentre à la Banque au moment des échéances.

Bref, plus de 32 milliards de billets restent sans garantie immédiate, dont 27 milliards représentent une dette chirographaire de l'Etat. Dans cette dernière somme, plus de 22 milliards sont dus uniquement par l'Etat français; 5 milliards sont garantis par des bons du Trésor français, c'est-à-dire qu'ils sont directement dus par l'Etat français et indirectement par les gouvernements étrangers au profit desquels la Banque de France a escompté ces bons.

Trois ou quatre milliards restent sans aucune garantie, mais cela n'a rien que de très normal. La circulation fiduciaire dépasse toujours ses garanties.

Telle est la situation.

Est-elle satisfaisante ? Est-il nécessaire de chercher des

(1) En cas de liquidation.

remèdes qui nous rendraient une proportion normale entre l'encaisse métallique et la circulation fiduciaire ?

Que voyons-nous ? La dépréciation du franc-papier, l'augmentation du coût de la vie, la hausse des changes, et toutes les conséquences qu'entraînent ces phénomènes. *Puis, et surtout, nous vivons dans un état d'instabilité,* qui décourage les vrais travailleurs en encourageant les spéculateurs malhonnêtes, ceux qui ne vivent que de prélèvements et qui contribuent au développement de l'immoralité. Ces maux sont-ils dus au fait que nous ne possédons plus de monnaie au sens propre du mot et que nous ne nous servons plus que de médiocres instruments de crédit comme intermédiaires dans les échanges ? Proviennent-ils du fait que le billet de banque n'est plus suffisamment garanti par l'encaisse métallique ?

Nous avons vu pourquoi il fut indispensable, afin de rendre l'échange plus économique, d'en compliquer le mécanisme, en y introduisant un intermédiaire, un terme commun de tous les rapports d'échange. Or, en pure théorie économique, il suffirait, semble-t-il, de confier ce rôle à une unité quelconque de puissance d'achat, purement arbitraire, qui pourrait être représentée par n'importe quoi, un billet par exemple, constatant que M. X..., producteur, a livré à la circulation une quantité de produits ayant une valeur de tant d'unités de puissance d'achat, que par conséquent il peut en acquérir pour une même quantité. Nous savons, en outre, que l'échange peut être constaté par une simple passation d'écritures.

Mais, dès que nous retombons dans la réalité, nous trouvons des hommes médiocres, enclins au prélèvement, des législateurs, hommes eux-mêmes, qui gouvernent ces hommes, des nations différentes et rivales.

Dès lors, il semble indispensable de prévoir au moins une entente internationale si l'on veut fixer soit une unité de puissance d'achat internationale, soit un rapport entre les différentes unités de puissance d'achat de chaque nation. Le commerce international paraît l'exiger.

Mais voilà qui est plus grave. Qui persuadera au commerçant, à l'industriel qui possède aujourd'hui 10.000 unités de puissance d'achat, que demain il pourra les utiliser et se pro-

curer avec elles autant de biens qu'il lui en a coûté pour les acquérir ? Qui lui garantira que demain l'accord international subsistera et que quelque événement imprévu ne viendra pas tout bouleverser et enlever à l'ancienne unité son pouvoir d'achat ? Qui prouvera à l'Anglais qui possède une unité française que le Gouvernement qui l'a émise ne sera pas remplacé demain par un autre Gouvernement qui déniera toute puissance d'achat à l'unité qu'il détient ? Personne ne peut se porter garant de la stabilité des choses humaines.

Un système, quelqu'il soit, fondé uniquement sur la confiance et sur la paix, ne peut être durable au sein de notre humanité.

L'or et l'argent, les métaux précieux eux-mêmes qui, lorsqu'ils sont monnayés, possèdent une valeur marchande à côté de leur valeur nominale, n'échappent pas entièrement aux critiques, parce qu'ils peuvent se déprécier. Cependant les risques que courent leurs détenteurs sont relativement infimes. Qui pourrait imaginer que les emplois monétaires et industriels de ces deux métaux disparaissent soudain et que la production des métaux précieux augmente au point de les rendre surabondants [1] ?

(1) Pour croire à la possibilité de la « monnaie » de papier, il faut être socialiste ou communiste, c'est-à-dire avoir une foi aveugle en l'omniscience et en l'omnipotence de l'Etat. Il faut aussi croire à l'intégrité, à l'honnêteté la plus absolue des gouvernants. En effet, lorsque la monnaie métallique est employée, l'Etat ne peut faire de libéralités qu'en se privant lui-même, ou en dépouillant les plus riches citoyens, car il faut se procurer du métal, ce qui présente une certaine difficulté. Alors, l'Etat se prive ou est injuste, mais il s'en aperçoit ou ceux qui sont dépouillés s'en aperçoivent, et cela le retient.

Au contraire, une monnaie de papier est une créance sur la circulation qui ne coûte absolument rien à l'Etat, il ne se dépouille pas lui-même et ne dépouille pas les autres, ouvertement du moins. Cela passe inaperçu pendant un certain temps; *ce n'en est pas moins un véritable vol* que commet l'Etat à l'égard des citoyens.

Quand l'Etat prend 100 francs en or dans sa caisse pour acheter lui-même quelque chose, ou pour en faire cadeau à quelqu'un qu'il veut favoriser, il a peut-être acquis cette somme malhonnêtement, et il commet peut-être une injustice en favorisant la personne en question, mais cela apparaît tout de suite; en tout cas, lui ou la personne qui se servira des 100 francs en or échangera une marchandise contre une autre marchandise; au contraire, lorsqu'il fabrique un titre de crédit,

Concluons : La puissance d'achat d'une monnaie dépend de sa valeur marchande, de la confiance que l'on accorde à celui qui l'émet, de l'habitude que l'on a prise de s'en servir, enfin de sa quantité relative et de sa vitesse de circulation.

A la lumière de ces principes, examinons à quoi tient la valeur de notre billet de banque ? Car enfin, notre billet, qui n'est plus que de la « monnaie de papier », conserve cependant une certaine valeur.

Cette question nous intéresse au premier chef. De la réponse que l'on y fera, dépendra en grande partie la politique à suivre pour opérer le redressement de notre situation. Nous saurons s'il convient ou non de se proposer pour but définitif le retour à un rapport normal entre l'encaisse et la circulation fiduciaire.

Il est certain qu'à l'intérieur du pays, l'une des causes de la puissance d'achat de notre billet de banque est l'habitude même que l'on a de l'employer. Dès avant la guerre, les paysans eux-mêmes, cependant assez méfiants, recevaient et même conservaient les billets de banque. Je ne parle pas des citadins qui depuis longtemps avaient l'habitude de se servir du papier de préférence même à l'or. Au début de la guerre, le cours forcé, dont on ne prévoyait ni la durée ni les conséquences, a donc été accepté sans difficulté. Assez volontiers, depuis plus de dix ans, nous nous sommes uniquement servis de billets de banque. Au cours des trois premières années, au moins, le cours forcé n'a même entraîné aucune aug-

et que ce titre de crédit est échangé contre une marchandise, c'est comme s'il s'était dit ou comme s'il avait dit à la personne à laquelle il l'a donné : « Je n'ai aucun droit sur la marchandise qui est chez Monsieur un tel, mais cela ne fait rien. Voici un ordre de réquisition : je prends. »

L'Etat fait un acte d'autorité qui ne peut être justifié que par les besoins de la Défense Nationale. Il est vrai que le papier remis au producteur permet en principe à ce dernier de retirer de la circulation un avantage égal à celui qu'il a cédé. Mais il n'y a aucune raison pour que l'Etat s'arrête dans cette voie, et comme, plus il émet de papier plus ce papier perd de son pouvoir d'achat, le producteur en question va donc se trouver *volé*. A l'aide de la monnaie de papier, l'Etat peut tout s'approprier, puisqu'il est le seul à pouvoir se créer un pouvoir d'achat inépuisable.

mentation sensible du coût de la vie. L'habitude d'utiliser seulement le billet s'est donc ancrée très facilement et très fortement dès le début, grâce à la confiance engendrée par une situation générale assez satisfaisante.

C'est là d'ailleurs un fait qui n'a rien d'étonnant. Les Russes étaient tellement accoutumés à la monnaie de papier que, lors de la réforme monétaire, en 1897, le rouble-or eut pendant un certain temps une puissance d'achat moindre que celle du rouble-papier. Il en fut de même pour le florin autrichien de 1879 à 1892.

Mais l'habitude, quelque puissante qu'elle soit, ne saurait longtemps suffire, chez un peuple civilisé, à maintenir au même niveau la puissance d'achat d'une « monnaie » de papier. Beaucoup d'auteurs n'admettent pas que l'une des causes de la valeur d'une « monnaie » de papier soit l'éventualité plus ou moins lointaine d'une convertibilité en métal. Ils s'appuient, pour le rejeter, sur les expériences de la Russie, de l'Autriche et de certaines Républiques de l'Amérique du Sud. Mais ces faits commencent à être assez vieux, et nous ne traversons plus tout à fait les mêmes circonstances. D'une part, la grande presse s'est énormément développée; les questions financières et monétaires y sont journellement traitées avec un grand luxe de détails. D'autre part, le nombre des marchés organisés, des Bourses a augmenté, et les tractations qui s'y font sont beaucoup plus amples. Ces causes, et d'autres encore, ont contribué à l'éducation du public, et il semble bien, qu'en France, celui-ci désire le retour à une monnaie saine.

Comment y revenir, et dans combien de temps ? Ce ne sont peut-être pas des questions aussi précises que le public se pose; néanmoins son désir de bonne monnaie, inspiré par celui d'un retour à la stabilité et à la paix, le conduit à chercher des motifs d'espoir. Et c'est pourquoi il se préoccupe de l'encaisse métallique de la Banque, de la diminution ou de l'augmentation de la circulation fiduciaire, plus généralement de la politique financière de l'Etat. Il ne croit plus à la reprise des paiements en espèces dans un avenir prochain. Cependant notre stock d'or conserve pour lui une grosse importance. Mais ce qui l'affecte le plus directement ce sont les mouve-

ments de la circulation fiduciaire et l'orientation de la politique financière.

En somme, le bon sens du public et la recherche scientifique sont d'accord.

La quantité de billets en circulation et la politique du Gouvernement règlent la confiance du public dans le franc-papier : c'est à juste titre. Non seulement la théorie quantitative s'applique : toute augmentation de la circulation entraîne une dépréciation de la valeur du franc-papier; mais encore l'opinion publique, en s'inquiétant ou en se raffermissant, contribue à augmenter ou à diminuer cette dépréciation. Lorsque la confiance décroît, la vitesse de circulation du papier s'accroît et vient ainsi multiplier la quantité de monnaie en circulation : car l'épargne ne se forme plus, chacun se hâte d'utiliser ses disponibilités. D'autre part, comme c'est l'Etat qui garantit plus de la moitié de la circulation, de sa solvabilité dépend l'assainissement de la situation, et sa solvabilité est, on le sait, conditionnée par sa politique financière.

En résumé, jusqu'ici, la valeur du franc-papier à l'intérieur du pays nous paraît expliquée par l'habitude qu'à prise le public de se servir du billet, par la confiance qu'il accorde à la Banque surtout, à l'Etat ensuite, tout cela soutenu par la sensation vague qu'il y a encore à la base de cet édifice instable de crédit quelque chose de solide, des fondations qui tiennent et qui permettront soit de rebâtir, soit, il faut l'espérer, de consolider l'édifice, trop rapidement élevé, sans avoir à le démolir entièrement.

Mais à ces causes il faut en ajouter deux autres dont l'influence est considérable : nous voulons parler du rapport entre la quantité des moyens d'échange et les besoins de la circulation, puis du cours des changes.

La quantité des moyens d'échange en circulation a d'abord augmenté par suite des besoins de l'Etat, et non sous la pression des exigences de l'industrie et du commerce. Le franc s'est par conséquent déprécié, les prix se sont élevés. Mais peu à peu il s'est produit un état d'équilibre, la vie économique s'est adaptée au nouveau milieu monétaire, et cela d'autant plus rapidement qu'après la crise de 1920 nous avons

connu un splendide essor. En 1924, pour la première fois depuis bien longtemps, nous avons eu une balance du commerce bénéficiaire.

Il semble donc qu'actuellement la quantité de moyens d'échange ne soit plus trop grande par rapport aux besoins du pays. Mais n'oublions pas que c'est la vie économique qui s'est adaptée au nouveau milieu monétaire, et non la circulation qui s'est adaptée à un essor de la vie : il y a eu de graves perturbations; la stabilité actuelle est donc très relative, comme la stabilité de tous les pays à monnaie de papier. Un rien peut la détruire. C'est pourquoi il faut revenir vers une monnaie saine. Certes cela ne se fera pas sans difficulté, parce que la vie économique devra à nouveau s'adapter à un autre milieu monétaire. Mais cette constatation, qui peut inspirer de la prudence, ne saurait entraver une réforme qui s'impose.

En tout cas, sous prétexte de développer la vie économique, il ne faut désormais augmenter à aucun prix la circulation fiduciaire. D'abord parce qu'à la faveur de cette augmentation, l'Etat commencerait par se servir lui-même et nous souffririons d'une véritable inflation. Ensuite, parce qu'il faut consolider la situation actuelle si l'on veut essayer d'en sortir. Nous nous élevons ici contre les idées qui s'insinuent actuellement dans les esprits, et notamment contre une thèse soutenue par M. Maroni dans la chronique financière des « Débats ». L'Etat est devenu banquier en émettant des bons de la Défense nationale. Il faudrait, paraît-il, lui fournir les moyens de l'être plus encore, c'est-à-dire lui procurer des billets pour qu'il rembourse ses dépôts. Ce sont les industriels et les commerçants qui le lui demandent, ils en ont besoin; c'est la vie économique qui réclame de nouveaux moyens de paiement; il n'y aurait donc pas inflation. N'aperçoit-on pas le sophisme contenu dans un pareil raisonnement ? Les bons de la Défense représentent une inflation différée, nous le verrons; ils représentent des déficits budgétaires couverts par des emprunts. En les remboursant, au moyen d'émissions supplémentaires, on règlerait ces déficits passés. Il y aurait donc inflation au sens propre du mot. M. Maroni en convient lui-même implici-

tement puisque, par ailleurs, il appelle inflation toute émission destinée à couvrir un déficit budgétaire.

En somme, dans l'état actuel des choses, on peut considérer que la valeur de notre franc-papier s'explique partiellement par une certaine adaptation de la vie économique à l'importance de l'émission. Mais restons-en là !

Enfin, le cours du change, la valeur extérieure du franc-papier réagit fortement sur sa valeur intérieure; qu'il s'agisse d'une influence psychologique ou d'une influence plus matérielle, l'élévation du change déclanche une hausse des prix et une augmentation de la circulation fiduciaire qui, à son tour, accentue la baisse du franc. Qu'il s'agisse de ces deux influences réunies, que la hausse du change soit un indice ou une cause de la baisse du franc, les actions et les réactions des deux phénomènes l'un sur l'autre ne peuvent être mises arbitrairement de côté lorsque l'on traite la question de la valeur intérieure du franc-papier.

Cependant, nous ne voulons pas développer ici ce point de vue qui relève de notre troisième partie. Cette abstraction ne semble d'ailleurs pas dangereuse, car nous verrons qu'elle ne nous oblige à modifier en rien notre exposé. La tenue du change vient simplement renforcer ou atténuer les autres causes que nous avons mentionnées. Elle agit sur la quantité de billets en circulation, elle est une cause de la confiance ou de la défiance du public français et reflète assez bien la politique de l'Etat, si même parfois elle ne la conditionne.

Si nous voulons retirer de tout ce qui précède une impression dominante, n'oublions jamais que c'est la créance chirographaire de la Banque sur l'Etat qui garantit à elle seule plus de la moitié de la circulation fiduciaire. Dans ces conditions, nous comprendrons que les préoccupations immédiates des porteurs de billets se tournent avant tout vers l'Etat et que l'influence des événements politiques sur la valeur du franc-papier à l'intérieur comme à l'extérieur soit prédominante. Tout est subordonné à la richesse de l'Etat et à la bonne gestion des finances publiques. La première question qui se pose est celle du remboursement par l'Etat à la Banque des 27 milliards qu'il lui doit. Suivant quelles modalités ?

— Dans quelles circonstances ? — Pour être efficace, ce remboursement ne doit-il pas être précédé par d'autres opérations ? C'est ce que nous verrons dans le chapitre suivant.

Pour l'instant, remarquons que l'Etat ne peut faire faillite sans entraîner après lui la Banque, et que la Banque ne peut se déclarer en état de cessation de paiement sans provoquer la banqueroute de l'Etat. En effet, si l'Etat se déclarait en faillite, c'est un actif de 27 milliards qui disparaîtrait dans le bilan de la Banque, une créance considérée comme bonne, qui deviendrait mauvaise, sinon nulle, et qui a pour contrepartie une dette de même somme de la Banque à l'égard des particuliers.

Dans l'hypothèse inverse d'une faillite de la Banque, c'est la dette de l'Etat vis-à-vis d'elle qui deviendrait immédiatement exigible. Où l'Etat trouverait-il 27 milliards ? Et même 23, en admettant que les gouvernements étrangers, auxquels il a fait des avances par l'intermédiaire de la Banque, puissent le rembourser ?

On le voit, actuellement la Banque et l'Etat sont entièrement liés par l'obligation de 27 milliards qui existe entre eux, et ce n'est pas la cause la moins importante du trouble financier et monétaire du Pays.

Théoriquement, d'ailleurs, l'Etat et la Banque sont actuellement en faillite. Seulement, en fait, l'Etat ne fait banqueroute que lorsqu'il le veut ou à peu près, et il empêche par cela même la Banque de se trouver dans une situation qui serait aussi préjudiciable à elle qu'à lui. Il lui suffit, pour éviter cette dernière conséquence, de la protéger par le cours forcé.

Telles sont les multiples considérations qui donnent une impression des rapports de garantie existant entre la circulation fiduciaire et l'encaisse de la Banque. Si la créance de la Banque sur l'Etat était excellente, la situation serait loin d'être mauvaise. Car il faut bien songer que, si l'Etat doit à la Banque 27 milliards de billets qu'il lui a fait émettre, il lui doit aussi les 1.864 millions de francs-or qu'elle lui a prêtés en vue d'obtenir des crédits à l'étranger. La rentrée de cet or

est liée aux remboursements que pourra faire l'Etat au dehors.

Il ressort de tout ce que nous venons de dire que la valeur du franc-papier n'est plus conditionnée que très partiellement par son éventuelle garantie métallique et qu'elle est indissolublement rattachée à la richesse et à la solvabilité de l'Etat français.

C'est donc de ce côté qu'il faut chercher les remèdes. Nous le ferons dans le chapitre qui va suivre. Peut-être y découvrirons-nous les moyens de revenir à une situation normale, c'est-à-dire de rendre à l'encaisse de la Banque de France sa fonction primordiale et traditionnelle de garantie de la circulation fiduciaire.

CHAPITRE III

Les Remèdes

Nous connaissons la situation respective de l'encaisse métallique et de la circulation fiduciaire de la Banque de France. Mais cela ne suffit pas encore pour rechercher avec de sérieuses chances de succès les remèdes à y apporter.

Nous avons vu que la valeur du franc-papier était à peu près complètement indépendante de sa garantie théorique constituée par l'encaisse de la Banque, qu'en revanche elle était indissolublement liée à la solvabilité de l'Etat, à la richesse nationale et aux sacrifices que voudront bien consentir ses détenteurs. C'est donc la situation financière de la France dont il faut se faire une idée avant de rechercher un remède quel qu'il soit.

Pour avoir un aperçu, restreint mais suffisant, de cette situation, il importe de connaître, dans leurs grandes lignes, la dette intérieure à court et à long terme, la dette extérieure de l'Etat, l'importance du budget, la nature des ressources employées pour faire face aux dépenses, et la richesse générale du pays.

Disons tout d'abord un mot de la dette extérieure de l'Etat. Nous n'en parlerons pas longuement ici; nous y reviendrons dans notre troisième partie à propos du change.

Nous avons indiqué dans le chapitre précédent l'influence que peut exercer la tenue du change sur la valeur de notre franc. Or, la dette extérieure de la France pesant lourdement sur notre change, il nous est impossible de ne pas la mentionner dans un chapitre où nous sommes amenés à examiner la situation financière du pays.

Nous avons parlé de la dette extérieure dans notre première partie, au sujet des rapports particuliers qui la lient à notre encaisse. Il faut en faire le total et tenir compte même des éléments qui n'ont que des rapports indirects avec notre encaisse.

On distingue deux sortes de dettes extérieures : la *dette politique* et la *dette commerciale.*

La *dette politique* est constituée par les crédits que nous ont ouverts les trésoreries américaines et anglaises. Elle peut être discutée. C'est à propos d'elle que se pose la fameuse question des « dettes interalliées ». Elle se monte à environ 30 milliards de francs-or.

La *dette commerciale,* constituée par divers emprunts, est, elle, très nettement définie. Elle s'élève, en capital, à 5.149 millions de francs-or, soit 16.332 millions de francs-papier, la livre étant à 80 francs. Ces chiffres sont empruntés au « Bilan de la France » qu'a fait paraître M. Clementel, Ministre des Finances, en 1924.

La dette intérieure perpétuelle ou à long terme étant avant la guerre de 32.579 millions en capital, voici le tableau de la dette actuelle de notre pays, dressé par M. Germain Martin, dans son cours de doctorat 1923-1924, consacré à la situation financière de la France.

DETTE INTÉRIEURE (Capital)

Dette perpétuelle et à long terme :		
Rentes 3 %	19.740.437.000	fr »
— 3 % amortissables	2.840.226.000	»
— 3 ½ % amortissables	12.414.000	»
— 5 % 1915-1916	19.190.552.000	»
— 4 % 1917	9.112.458.000	»
— 4 % 1918	20.957.950.000	»
— 5 % 1920 amortissables	15.567.003.000	»
— 6 % 1920	27.434.876.000	»
Capital des annuités servies par l'Etat	10.884.552.000	»
Obligations des Chemins de fer de l'Etat.	1.227.450.000	»
Emissions du Crédit Nation. à long terme.	12.977.950.000	»
Capital correspondant aux titres d'annuités remises aux sinistrés (Loi du 31 juillet 1920)	8.119.280.000	»
TOTAL	148.115.148.000	fr »

Report.....	148.115.148.000f »
A déduire :	
Rentes 5 % versées en libération de la contribution aux bénéfices de guerre, rachetées en bourse et remises en souscription à l'emprunt 6 % 1920..	4.339.921.000f »
RESTE.....	143.775.227.000f »

Cette énorme dette grève lourdement notre budget du fait des 18 milliards d'intérêts dont il doit assurer le paiement; mais, en outre, elle limite la capacité d'emprunt de la France. On prête moins facilement à celui qui a déjà beaucoup emprunté; d'autre part, il est à craindre que les disponibilités des prêteurs diminuent à la longue, à moins, bien entendu, que l'on ne donne un nouvel essor à l'inflation.

Mais les dettes dont nous venons de parler ne sont pas les plus dangereuses au point de vue de la situation financière immédiate de l'Etat puisque celui-ci n'est pas tenu au remboursement du capital de la dette à long terme, avant de nombreuses années et qu'il n'est tenu en aucune façon au remboursement du capital de la dette perpétuelle.

Bien plus imminent est le péril que créent la dette flottante et la dette à court terme de l'Etat.

La dette flottante proprement dite comprenait avant la guerre les bons ordinaires du Trésor, les fonds particuliers des trésoreries générales, les comptes-courants créditeurs de certains particuliers au Trésor et les fonds des Caisses d'épargne. Ces éléments existent toujours, mais un autre est venu s'y ajouter et forme la partie la plus considérable de notre dette flottante actuelle; ce sont les bons de la Défense Nationale. On ne peut donner de leur montant qu'un chiffre très approximatif par suite d'une comptabilité d'ensemble défectueuse, et qui d'ailleurs doit être transformée. Le chiffre de 60 milliards semble très proche de la vérité.

Au 31 décembre 1923 la dette flottante atteignait au total environ 63.500 millions de francs. Actuellement elle n'est plus que de 54 milliards environ. Mais cette réduction n'est pas

due à une amélioration de la situation, elle révèle au contraire une crise de confiance vis-à-vis de l'Etat.

La dette à court terme, au 31 décembre 1923, était de 39.974 millions. Elle n'a guère varié. Elle englobe les obligations de la Défense Nationale à 5, 6 et 10 ans, les bons du Trésor à 2, 3 5 et 10 ans et les émissions du Crédit National à court terme.

Il est à remarquer que le criterium de la différence entre la dette flottante et la dette à court terme est une pure question de temps. Ainsi les bons du Trésor à 2 ans, dette à court terme au moment de l'émission, se trouvent placés l'année suivante dans la dette flottante puisqu'ils n'ont plus qu'un an à courir. Par conséquent, la dette flottante proprement dite s'alimente non seulement elle-même mais encore par absorption périodique de la dette à court terme. Certaines années seront de ce fait lourdement et exceptionnellement chargées. Il en est ainsi de l'année 1925.

Les ressources de l'Etat résultant des Bons de la Défense à trois mois, six mois et un an, dette flottante proprement dite, sont alimentées en grande partie par les fonds de roulement des commerçants, des industriels, des banquiers, des agriculteurs et même de certains particuliers qui préfèrent à l'intérêt modique servi par les banques, l'intérêt plus élevé des bons de la Défense. Or ces fonds de roulement sont sensiblement les mêmes d'une année à l'autre et l'Etat n'a pas trop à craindre de ce côté des demandes de remboursement sauf au cas d'une crise économique ou, à plus forte raison, d'une crise de confiance.

Les émissions de titres à deux ans, à trois ans et surtout à cinq, six et dix ans sont couvertes par une tout autre catégorie de ressources. Le rentier qui avait en 1920 une certaine épargne dont il cherchait le placement n'en a pas trouvé, à ce moment, un emploi suffisamment sûr ou rémunérateur dans l'industrie ou dans les valeurs de bourse. Il a confié son argent à l'Etat, dans un but peut-être patriotique, mais certainement intéressé. Que se passera-t-il à l'époque du remboursement s'il trouve alors un emploi plus sûr ou plus avantageux ? Il reprendra son épargne et ira la porter chez un

emprunteur préférable. Comment l'Etat remboursera-t-il, étant donné qu'il est déjà forcé d'emprunter pour vivre ? On peut craindre qu'il cherche son salut dans le développement d'une troisième forme de la dette à court terme : nous voulons parler des avances de la Banque de France [1].

Nous avons vu ce qu'est ce dernier aspect de la dette flottante. Il est certes le plus dangereux à cause de l'influence directe qu'il a sur la valeur de notre franc. C'est pourtant en une dette de cette nature que se transformeront la dette flottante proprement dite et la dette à court terme si l'Etat ne peut, à tel ou tel moment, faire face aux demandes de remboursement. Aussi importe-il de connaître la situation financière de la France lorsqu'on étudie les rapports entre l'encaisse et la circulation.

Normalement la dette flottante est relativement stable par suite de la nature des fonds qui la composent. On a dit, à son propos, qu'elle devait-être en grande partie assimilée à la circulation des billets de la Banque de France. Tous les bons de la Défense à 3 mois, 6 mois ou à un an circulent, au dire de certains, *comme* des billets de banque et viennent s'ajouter à la masse des 27 milliards de billets garantis par l'Etat.

Le bon est-il réellement assimilable au billet ? A-t-on vraiment pris l'habitude de s'en servir comme d'une « monnaie » ?

Certes non, pas plus que l'on n'utilise, à cet effet, toute autre valeur mobilière aisément négociable et il n'est pas question de confondre toute valeur mobilière à circulation

(1) A vrai dire, c'est ce qu'a fait déjà l'Etat depuis quelque temps, et ce qui est grave, c'est qu'il a fait de l'inflation dissimulée. On disait beaucoup dernièrement dans le monde des affaires que la Banque de France avait crevé le « plafond » de la circulation, mais il ne s'agissait que de bruits. La démisssion de M. Clementel, ministre des Finances, et son remplacement par M. de Monzie sont venus nous donner des précisions que le gouvernement ne désirait certainement pas. Depuis quelques mois, l'Etat avait fait émettre clandestinement pour trois milliards de billets de banque; la circulation se monte actuellement à 43 milliards de francs-papier. Ce fait est-il de nature à fortifier les arguments des défenseurs de la monnaie de papier ? Certes pas !

Il donne au contraire un argument de plus aux partisans de la monnaie-marchandise. Coûte que coûte il faut y revenir.

plus ou moins rapide avec le billet de banque. En fait, d'ailleurs, le bon de la Défense ne circule pas comme le billet de Banque. Il y a pour cela des raisons techniques. D'abord le bon est *à échéance* tandis que le billet est *à vue*. Actuellement, dira-t-on, la différence est peu importante, puisque le billet n'est pas remboursable. L'intérêt de la distinction existe cependant, car le bon rapportant intérêt n'est, avant échéance, reçu pour sa valeur en franc-papier que moyennant escompte. C'est là une entrave à sa vitesse de circulation.

Le bon est en général *au porteur*, mais il peut-être *nominatif* et son transfert exige alors la formalité de l'endossement. C'est un obstacle que le billet ne rencontre jamais dans sa course. Notons aussi qu'il n'y a pas de coupures de bons de la Défense au-dessous de 100 francs.

Mais la raison, peut-être principale, qui empêche l'assimilation technique des deux titres de crédits, est que le bon n'a pas, comme le billet, cours légal et encore moins cours forcé.

Le bon n'est donc pas, en tant qu'instrument d'échange, assimilable au billet. Il ne constitue pas, en lui-même, une inflation. La vérité est qu'il peut seulement y conduire.

Quand l'Etat emprunte au public sous forme de bons, il est vrai qu'il rend aussitôt à la circulation les billets qui lui ont été remis par les souscripteurs. Mais il n'y a pas, de ce fait, inflation, puisqu'au lieu d'emprunter de nouveaux billets à la Banque, l'Etat se sert de billets qui étaient déjà en circulation. Cependant, si l'inflation fiduciaire est actuellement écartée, la menace en reste suspendue tant que les finances de l'Etat sont trop pauvres pour faire face aux demandes de remboursement. L'Etat est, en effet, alors débiteur réellement du public et virtuellement de la Banque, à moins qu'il ne soit candidat à la faillite.

Rien n'est à craindre tant que les affaires traversent une période de stabilité relative. Nous l'avons dit, les fonds de roulement des banquiers, des industriels, des commerçants, etc. alimentent la Trésorerie par la souscription aux bons et ces fonds sont sensiblement les mêmes d'une courte période à une autre. Mais, s'il en est autrement, que va-t-il se passer ? En cas de dépression, le crédit se resserrera, les souscripteurs

habituels de bons auront besoin de numéraire pour faire face aux demandes de remboursement des dépôts, ou aux déficits résultant de la trop rapide baisse des prix, etc. Dans l'hypothèse inverse, d'une période d'essor, les demandes de crédit en banque seront plus nombreuses, le développement de l'industrie et du commerce nécessitera l'emploi immédiat des fonds de roulement ordinaires en attendant les bénéfices qui ne se réalisent pas aussi vite. Dans les deux cas le résultat sera le même : une grande quantité de bons viendront au remboursement et ne seront pas renouvelés avant la période de stabilisation résultant de la liquidation de la crise ou des bénéfices encaissés. Alors l'inflation, qui avait été différée, se réalisera inéluctablement si l'Etat n'a pas les fonds nécessaires pour faire face aux demandes de remboursement.

Quant à la dette à court terme, tant que l'Etat ne pourra pas en solder normalement les échéances, elle constituera une menace d'inflation au même titre que la dette flottante proprement dite, puisque, nous l'avons vu, elle est absorbée périodiquement par elle.

Seulement la menace est ici beaucoup plus grave. Il ressort de ce que nous avons dit au sujet de la dette flottante que l'inflation résultant d'une crise est momentanée. Les fonds qui servent à la souscription des bons de la Défense reviennent à la Trésorerie dès qu'ils sont reconstitués. Au contraire, ceux qui composent la dette à court terme n'attendent qu'une occasion favorable pour aller définitivement vers des emplois sûrs et rémunérateurs. Il est donc à craindre que les échéances de la dette à court terme survenant pendant une période de prospérité soient funestes pour l'Etat. A ce moment la demande de capitaux est énorme, les placements sont avantageux. Par suite les fonds remboursés sortiront de la Trésorerie sans espoir d'y rentrer. L'inflation qui résultera des demandes de remboursement sera définitive.

Quoiqu'il en soit, il semble que l'Etat doive chercher à consolider sa dette flottante et surtout sa dette à court terme avant d'essayer même de rembourser les avances de la Banque, puisque les deux premières dettes constituent une perpétuelle menace d'inflation. Et l'on voit par là l'influence indirecte mais

profonde qu'exerce la situation financière de l'Etat sur la circulation fiduciaire et par conséquent sur ses rapports avec l'encaisse.

Cette vérité nous sera démontrée d'une façon plus évidente encore par l'examen du problème budgétaire.

Actuellement notre budget est en marche vers l'équilibre. Mais d'où vient-il ? D'un abîme de déficits qui explique l'élévation de la dette flottante et de la dette à court terme. Le déficit budgétaire, la dette flottante et l'inflation sont trois phénomènes indissolublement liés.

Le graphique suivant montre, du premier coup d'œil, la situation et fait pressentir l'effort accompli pour y remédier.

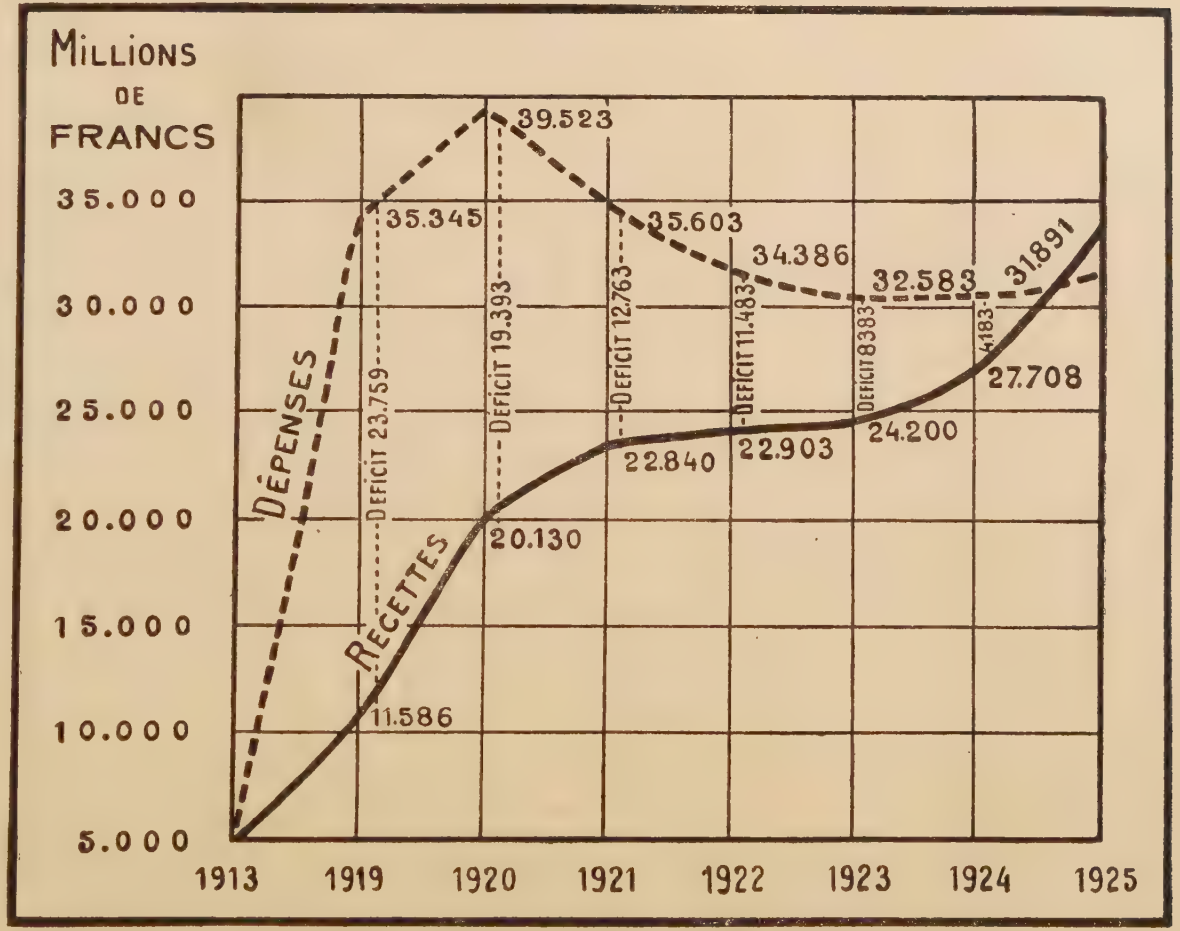
Nous avons vu que, pendant la guerre, il n'avait pas été fait appel à de nouveaux impôts pour acquitter les dépenses accrues. Nous avons dit ce que nous pensions de cette méthode. Actuellement il ne s'agit plus de rechercher ce qui aurait dû être fait, mais de constater ce qui a été fait et d'en tirer certaines conséquences.

Examinons la situation à la fin de la guerre. En 1919 les dépenses sont de 35.346 millions, le septuple environ des dépenses d'avant-guerre. En regard, les recettes ont simplement doublé; elles se montent à 11.586 millions. Le déficit est de 23.759 millions.

A partir de ce moment, on se préoccupe de faire rentrer plus d'impôts et, en 1920, les recettes atteignent 20.130 millions. En un an elles ont presque doublé. Mais les dépenses ont suivi leur ascension et elles s'élèvent au chiffre maximum de 39.523 millions. Dès lors le chiffre des recettes augmente régulièrement tandis que celui des dépenses diminue, beaucoup moins rapidement d'ailleurs. Ainsi, pour 1924, le déficit n'est que de 4.183 millions [1], différence entre les dépenses

(1) Ce déficit est dû en partie aux demandes de remboursement de Bons de la Défense Nationale que nous avons signalées plus haut et auxquelles le Gouvernement a répondu en élevant clandstinement la circulation fiduciaire jusqu'à 43 milliards. Il semble bien que ces demandes de remboursement ont été provoquées par le budglt incohérent qui est sorti des discussions à la Chambre des députés. Sans la crise de confiance que ce budget a déclanché, le budget de 1924 eut été en équilibre ou à peu près.

DÉPENSES ET RECETTES BUDGÉTAIRES, TOUS BUDGETS COMPRIS DE 1919 à 1925



Nous ne pouvons encore fournir aucune précision sur le budget de 1925. Mais tel qu'il a été voté par la Chambre des Députés, il est irréalisable et ne laisse pas un excédent aussi fort que celui qui est indiqué ici.

qui sont encore de 31.891 millions et les recettes qui ressortent à la somme de 27.708 millions.

Remarquons que le projet de budget des dépenses ordinaires pour 1924 était en équilibre et même en excédent. Les recettes étaient évaluées à 23.950 millions, les dépenses à 23.382 millions, soit un excédent de 568 millions. Mais à ce moment il y avait un budget spécial, dit des *dépenses recouvrables,* qui, lui, n'était pas en équilibre puisqu'il ne consistait qu'en dépenses et ne comportait aucune recette. Du fait de la carence de l'Allemagne et parce qu'il était impossible d'attendre sa bonne volonté pour remettre en état les régions dévastées, nous avons dû faire l'office de banquier de notre débiteur et avancer les sommes nécessaires à la reconstruction. Or c'est la Trésorerie qui a fait face aux dépenses de ce budget extraordinaire. Bien que les dépenses qui y étaient inscrites fussent qualifiées de « recouvrables », il en résultait un déficit réel et immédiat pour le Trésor dont il faut tenir compte. On avait créé ce budget pour affirmer notre volonté de faire payer l'Allemagne ! Conception puérile et dangereuse !

Elle ne servait qu'à masquer un déficit illimité, car elle déterminait le Gouvernement à ne rien tenter pour couvrir les dépenses par des recettes normales. Il eût été plus courageux de réunir de suite ce budget au budget général et de chercher à mettre le budget total en équilibre sans pour cela cesser d'affirmer notre qualité de créancier de l'Allemagne. Si celle-ci avait payé et que le budget eût été en équilibre, nous aurions vu apparaître un excédent de recettes qui aurait été facilement employé : ce ne sont pas les dettes à acquitter ou à amortir qui font défaut !

Quoiqu'il en soit, la réunion du budget spécial des dépenses recouvrables au budget ordinaire est aujourd'hui chose faite, et l'on nous promet pour 1925 un excédent de recettes ! C'est ce que montre le graphique précédent, publié par l'agence « Radio », sur un grand placard invitant le public à souscrire au nouvel emprunt des bons du Trésor 1924 à dix ans. Malheureusement l'équilibre peut être réalisé sur le papier, tant

que l'on s'en tient aux prévisions, et se transformer en déficit au cours de l'exercice.

Cependant, il faut remarquer que les chiffres du recouvrement des impôts accusent une plus-value constante sur les évaluations budgétaires. L'accroissement des recouvrements pour les dix premiers mois de 1924, par rapport à ceux de 1923, est de 4.483.276.500 francs, pour les recettes normales et permanentes. Le mois d'octobre 1924 présente une plus-value de 274.592.500 francs sur les évaluations budgétaires. Il y a certes là un espoir [1].

Nous nous demanderons tout à l'heure comment réaliser l'équilibre budgétaire, notamment s'il est préférable d'augmenter les recettes ou de diminuer les dépenses ? Notons simplement que les contribuables français payent actuellement près de 30 milliards d'impôts et que ce chiffre ne semble guère pouvoir être augmenté sans un accroissement corrélatif des moyens de paiement.

Or, et c'est le point de vue que pour l'instant nous voulons mettre en évidence, si le budget n'est pas alimenté par l'impôt, c'est-à-dire par des ressources normales et permanentes qui permettent des évaluations précises, il est réellement en déficit. Le déficit peut être seulement masqué par un emprunt à long terme ou par des moyens de Trésorerie qui supposent une dette flottante ou une dette à court terme.

Ici se trouve le nœud de la situation.

Comment a fait l'Etat, abstraction faite de l'emprunt à long terme, pour couvrir les déficits budgétaires ? Il a eu recours d'une part aux avances de la Banque de France, d'autre part à l'émission des bons de la Défense Nationale et du Trésor. Les avances de la Banque ont provoqué l'inflation, et l'émission des bons, tout en l'écartant provisoirement, l'a tenue en suspend.

Cela étant, quels sont les remèdes à la situation présente ?

On en a proposé beaucoup, d'aucuns sont assez simplistes et impraticables.

J'ai devant moi une petite publication, sous forme de lettre,

(1) Les plus-values ont été beaucoup moins fortes au début de 1925.

adressée par M. le Duc de Feltre, ancien Député, à ses ex-collègues.

Ce tract, intitulé : « Pour la vie deux fois moins chère ! Comment le Parlement pourrait, en trois mois, doubler la valeur or du franc-papier », est précédé d'une « lettre d'envoi adressée à tous les Sénateurs et Députés, membres des Commissions des Finances ».

En voici le début :

1er juillet 1924.

« Monsieur le Député,

« Quand vous prendrez connaissance de l'étude que je vous envoie sous forme de lettre adressée aux membres du Parlement, vous constaterez que le public souscrirait plus sûrement, plus vite et à des meilleures conditions pour l'Etat, à un emprunt de 50 milliards (c'est le chiffre de la proposition de M. Raphaël-George Lévy), dont 26 milliards devraient être employés à assurer au franc-papier, d'une façon définitive, une valeur minima de 0 fr. 50 or, qu'il ne souscrirait dans les conditions actuelles, avec notre monnaie soumise à tous les aléas de dépression, à un emprunt de 24 milliards, etc...

« Il suffira de consacrer sur le produit de l'emprunt la somme nécessaire aux remboursements à la Banque. »

M. de Feltre reconnaît que l'équilibre du budget doit être réalisé. C'est une vérité tellement évidente que personne ne peut sembler l'ignorer.

Admettons à notre tour, ce qui paraît très problématique, que, non seulement les 50 milliards demandés au public par M. de Feltre soient souscrits, mais encore que sur cette somme le public apporte 26 milliards de billets que l'Etat rembourse à la Banque *afin qu'ils soient détruits*. Il ne resterait plus en circulation que 14 milliards, qui, d'après les évaluations de M. de Feltre, seraient garantis par 7 milliards de francs-or, valeur approximative de l'actif de la Banque de France. Remarquons en passant, car ce n'est pas l'objection la plus forte, que cet actif est pour une grande partie immobilisé et irréalisable, s'il est même disponible. Malgré cette imperfec-

tion de la garantie du billet, M. de Feltre affirme que, dès l'éxécution de son plan, le franc-papier vaudrait 0 fr. 50 or. C'est une supposition toute gratuite, résultat d'une pure équation dont les membres ont une valeur très approximative et très contestable. Elle ne tient d'ailleurs pas compte de l'élément psychologique ni des lois économiques les mieux confirmées par l'expérience. Sinon, pourquoi ne serait-elle pas plus audacieuse ? Il est reconnu que la circulation fiduciaire peut dépasser en valeur nominale sa garantie, sans voir diminuer d'autant sa puissance d'achat. Rien n'empêcherait donc de supposer que, le plan de M. de Feltre ayant été mis à exécution, le franc-papier vaille 0 fr. 75 ou 0 fr. 80 or. Bien plus, le redressement opéré rendant la confiance, nous verrions peut-être la parité entre le franc-or et le franc-papier !

Mais, compter sur un aussi merveilleux résultat c'est, sans doute, pousser trop loin le raisonnement de M. de Feltre et admettre un peu facilement ses espoirs !

Quoi ? Le prix du dollar, celui de la livre et le prix de la vie baisseraient immédiatement de moitié ? Admettons que cet abaissement se réalise, en serait-il de même du prix de la main-d'œuvre ? L'élément psychologique intervendrait là aussi, mais en sens inverse. On voit très bien le public accessible à un sentiment de confiance, même de joie en présence de l'abaissement du coût de la vie. Mais on sent aussi les vieilles haines se réveiller si les employés, les fonctionnaires, les salariés voient soudain leurs revenus amputés nominalement de moitié. C'est pourtant à cela qu'il faudrait en arriver. Sinon, le coût de la vie dépendant en partie du prix de la main-d'œuvre, les prix ne baisseraient pas de moitié. Voici un industriel qui a passé une commande de matières premières en Amérique pour une somme de mille dollars. Il se couvre en devises américaines et paye le dollar 20 francs, il décaisse donc 20.000 francs. Or le dollar tombe brusquement à 10 francs. Il a déboursé 10.000 francs de trop. Bien mieux, comme il se produit à l'intérieur du pays une baisse générale des prix, il va vendre ses matières premières une fois manufacturées, non pas, sans bénéfice ni perte, 30.000 fr. (en supposant 10.000 fr. de frais de fabrication), mais seulement

15.000 francs. Il perd donc 5.000 francs sur ses frais de fabrication qui, ajoutés aux 10.000 francs qu'il a dépensés en trop par suite de sa hâte à se couvrir en dollars, lui infligent une perte au moins relative de 15.000 francs. Théoriquement, cet industriel pourra sans doute remplacer son stock de matières premières sans pertes, mais pourra-t-il réduire ses frais de fabrication et notamment ses salaires ? Vraisemblablement, non.

Les conséquences du système de M. de Feltre seraient encore plus graves pour l'Etat. Avec une circulation de 14 milliards celui-ci ne pourrait plus percevoir 30 milliards d'impôts. Réduirait-il immédiatement son budget de dépenses ? Diminuerait-il notamment de moitié les traitements de ses fonctionnaires ? Pourrait-il surtout réduire l'intérêt de sa dette qui représente dans le budget 18.814 millions ? C'est la course au déficit ou a la révolution, de même que pour l'industriel c'était la faillite ou la grève.

Tels seraient les effets d'une déflation trop rapide.

A la vérité, M. de Feltre et ceux qui sont de son avis (car il n'est pas isolé) semblent croire qu'en cas de déflation soudaine, tous les prix, *sans exception aucune,* baisseraient immédiatement et exactement de moitié.

Est-il nécessaire de discuter une conception aussi rudimentaire ? Ce n'est là qu'une application simpliste et purement mathématique de la théorie quantitative de la monnaie naïvement interprétée.

Mais, objectera-t-on, on peut être partisan d'un emprunt destiné à réaliser l'assainissement monétaire par un remboursement des avances de la Banque sans pour cela préconiser une déflation rapide. Les billets remboursés peuvent fort bien n'être pas détruits. On les remettrait en circulation afin de procurer des crédits à la production et au commerce.

Cela est évidemment une méthode plus raisonnable et qui réunit aujourd'hui beaucoup de suffrages. Elle aurait pour résultat le gonflement du portefeuille de la Banque de France et, sans doute, un certain essor économique dû à une plus large distribution du crédit. La circulation fiduciaire serait ainsi mieux garantie qu'elle ne l'est par l'Etat. Mais l'essor

économique ainsi provoqué ferait peut-être naître un besoin de plus en plus impérieux de capitaux; alors l'Etat se verrait en présence de nombreuses demandes de remboursement de bons et serait obligé de s'adresser de nouveau à la Banque ! En tout cas, on ne voit pas très bien par quel chemin on aboutirait à la déflation. C'est cependant le but qu'on se propose et qu'il faut, en effet, se proposer.

D'ailleurs un emprunt, assez analogue à celui que l'on préconise, a été émis en décembre 1924. Nous pouvons juger du résultat. Il s'agit de bons du Trésor à 10 ans émis au pair, payant : 1° un intérêt net de 5 %; 2° au bout de 6 ans au plus tôt, 10 ans au plus tard, une prime de remboursement de 50 %.

Remarquons d'abord que le taux de l'emprunt a été très exagéré. Celui qui a souscrit un titre de 500 francs et qui se voit remboursé en 1930, c'est-à-dire au bout de 6 ans, reçoit, après avoir touché 150 francs d'intérêts, 250 francs de prime, soit au total 400 francs, pour 500 francs prêtés pendant 6 ans, c'est-à-dire 80 francs pour 100 francs en 6 ans, ce qui donne le taux de 13,33 % l'an. En tenant compte de la répartition sur 10 ans, la moyenne du taux ressort à 8,72 %. Or le taux de capitalisation des rentes était, avant l'annonce de l'emprunt, de moins de 8 %; quant aux bons de la Défense ils rapportaient moins de 6 %.

Il y a eu là une application consciente ou non d'un *système* que nous ne pouvons admettre comme tel, et qui consiste à consentir toujours une élévation du taux de l'intérêt dès que le public semble s'éloigner de la souscription. Qu'une situation mauvaise puisse être exceptionnellement redressée par ce procédé, nous ne le contesterons pas. Mais que l'on en fasse une application systématique, cela est inadmissible. Où s'arrêtera la course de l'Etat ? A quel but le mènera-t-elle ? A l'inflation, nécessairement, toujours à l'inflation !

C'est l'Etat qui a créé la situation actuelle en n'élevant pas assez tôt ses recettes et en ne cherchant pas à comprimer énergiquement ses dépenses. Nous n'élevons pas ici de débat politique. Peut-être ne pouvait-il pas agir autrement ? Mais il y a un fait certain : le mal est venu de l'Etat; c'est lui qui doit nous apporter le remède. Or si, pour se procurer de

l'argent, il pratique une politique de surenchère du taux de l'intérêt, il précipitera le cours de la maladie au lieu de l'enrayer. Si le prix du loyer de l'argent augmente, tous les autres prix le suivront et la hausse des prix entraînera à son tour l'inflation.

Pour en revenir à l'emprunt de 1924, son but était de donner à la Trésorerie une aisance dont elle a toujours besoin malgré la réalisation probable de l'équilibre budgétaire. Mais, et voilà le point critique, l'emprunt devait lui permettre en même temps de poursuivre le remboursement des avances à la Banque de France conformément à la convention de 1920. Ce but a-t-il pu être atteint ?

L'emprunt a produit nominalement 5 milliards. *Il devait être souscrit en numéraire.* Mais, en réalité, d'après les déclarations de M. Clémentel lui-même, il n'est rentré qu'un milliard d'argent frais [1]. L'explication est très simple. Les porteurs de bons, qui pouvaient souscrire, ont demandé le remboursement et la Trésorerie a dû rendre au public des capitaux que lui étaient prêtés à 6 % pour les récupérer à 8,72 %. L'Etat a opéré une conversion à l'envers !

Le trésor y a gagné peut-être une tranquillité relative pour 10 ans, mais il a certainement assumé une charge d'intérêts qui sera plus lourde d'année en année.

Si, de plus, le Gouvernement emploie le milliard (?) liquide à rembourser la Banque, et que le plafond des avances à l'Etat soit ramené à 22 milliards, comment trouvera-t-il l'aisance de sa Trésorerie ?

Ainsi, le remboursement effectué ne provoquera pas l'arrêt de l'inflation. L'Etat, dont la Trésorerie sera gênée, aura de nouveau recours à l'emprunt (on en a parlé d'ailleurs) ou aux avances de la Banque. ...Nous avions écrit ces lignes à un moment où il était possible d'hésiter entre ces deux alternatives. Depuis les révélations de M. de Monzie, nous savons que c'est la seconde qui s'est réalisée [2].

(1) Après vérification 600 millions seulement.

(2) M. de Monzie, aussitôt après son arrivée au Ministère des Finances, a réclamé la vérité toute entière et a rendu publique une inflation de trois milliards qui avait été jusqu'à ce jour dissimulée.

On voit par là très clairement qu'un emprunt destiné à effectuer le remboursement des avances à la Banque est impossible tant que l'équilibre budgétaire n'est pas strictement réalisé. Il aboutirait forcément à une consolidation temporaire et très onéreuse de la dette flottante qui, loin d'aider notre Trésorerie, lui créerait de nouvelles difficultés.

La déflation soudaine étant condamnée, que faut-il penser d'un procédé qui tient le milieu entre cette solution et la faillite par consolidation.

Nous voulons parler de l'impôt sur le capital. Il nous est impossible de rapporter ici toutes les applications de cette idée, qui ont été proposées ou étudiées. D'ailleurs il semble que ses modalités puissent être ramenées à quelques types bien définis.

Une première, très simple, consiste à transformer les bons de la Défense en « monnaie » ; on décréterait qu'ils ne sont plus remboursables en billets de Banque, puis on leur donnerait cours légal. Il y aurait ainsi augmentation de la circulation. En admettant un instant, ce que d'ailleurs nous croyons faux, que les bons circulent comme de la monnaie, le fait de supprimer l'intérêt qu'ils rapportent, augmenterait leur vitesse de circulation. Ces nouveaux billets étant libellés en francs, il en résulterait une dépréciation du franc. Il y aurait inflation réalisant un emprunt forcé sur le capital. En écartant du raisonnement les suites funestes d'un pareil procédé, la transformation des Bons en monnaie consoliderait la situation actuelle, mais ne l'améliorerait certainement pas. On ne voit pas en quoi elle pourrait provoquer une déflation quelconque, ni une baisse des prix, ni des dégrèvements d'impôts, ni des réductions de dépenses budgétaires. C'est même le contraire qui adviendrait. L'impôt dissimulé sur le capital, l'emprunt forcé, si l'on préfère ce terme, réalisé par inflation, c'est celui qui a été pratiqué depuis 10 ans et qui nous a conduit à la situation actuelle. Peut-on attendre le salut d'un procédé contre les conséquences duquel il faut précisément entrer en lutte ?

Il y a, en second lieu, le prélèvement échelonné sur le capital, c'est-à-dire l'impôt payable en plusieurs années à l'aide du

revenu, mais assis sur le capital. Inutile de s'y arrêter. Ou bien il ne rapporterait rien, en provoquant la fuite des capitaux, comme en Allemagne, ou bien il rapporterait quelque chose, mais l'opération se traduirait par une augmentation de l'impôt sur le revenu, et nous verrons que toute augmentation d'impôt provoquerait actuellement en France une augmentation de la circulation fiduciaire. Ce n'est pas encore là un remède à l'inflation.

Il y a enfin un projet plus vaste, mais qui est une faillite organisée, et même bien organisée. C'est le sens du projet de M. de Monzie. Il s'agirait de faire un vaste emprunt obligatoire à un taux très faible. Qu'est-ce que cet emprunt pourrait apporter à l'Etat ? Des billets de banque ? Personne n'y compte sérieusement, les réalisations seraient rendues impossibles à cause de leur nombre. Des valeurs mobilières quelconques ? Chacun chercherait à conserver de bonnes valeurs mobilières. On se précipiterait sur les titres d'Etat et le projet aboutirait à une vaste conversion.

Cet appel désespéré peut réussir, à une condition : c'est que l'Etat, qui obligera chacun à réduire ses dépenses, réduise aussi les siennes. Car forcément, après cette saignée, la vie économique du pays sera atteinte, la production diminuera et, par conséquent, le rendement des impôts baissera considérablement. Cela peut être grave pour l'avenir, et l'Etat, s'il ne réduit pas ses dépenses, devra de nouveau recourir à l'inflation.

A condition que les économies nécessaires soient réalisées, ce vaste emprunt peut être le prélude de la dévaluation du franc dont nous allons parler. C'est une faillite que l'on consoliderait par la dévaluation. Cette dernière méthode ne peut être appliquée que si l'on opère d'abord une certaine déflation. Mais déjà cette déflation pourrait être réalisée sans recourir à des moyens aussi héroïques. De même la dévaluation, qui est aussi une faillite, pourrait être actuellement évitée. Mais qu'en sera-t-il dans quelque temps ? Il faudrait agir rapidement et énergiquement sans perdre une minute.

Quoiqu'il en soit, venons à l'étude de la dévaluation.

Certains économistes et certains politiciens préconisent

cette méthode beaucoup plus radicale et assez séduisante au premier abord.

Le but à atteindre n'est plus la déflation et le retour au pair nominal du franc-papier et du franc-or, mais le retour immédiat à la monnaie d'or, à la convertibilité du billet de banque, *la dépréciation du franc étant consacrée.*

Actuellement, dit-on, le public a pris l'habitude du nouvel étiage des prix. Il y a adaptation de la production, du commerce, en un mot de l'organisme économique et financier à la nouvelle monnaie et à son pouvoir d'achat. Pourquoi chercher à changer quelque chose à la situation actuelle en risquant de provoquer des crises ? Stabilisons la situation. Une seule chose en effet nous manque, c'est la stabilité résultant d'une circulation d'or effective. Qu'à cela ne tienne, la définition du franc étant purement arbitraire, changeons-là de telle façon que la quantité d'or dont dispose la Banque, exprimée en francs nouveaux, soit en rapport avec la circulation fiduciaire, et celle-ci se trouvera normalement garantie.

Avant la guerre, un kilo d'or valait 3.444 fr. 44 et 664,62 dollars, de sorte que l'on obtenait le rapport suivant : 1 dollar = 3.444 fr. 44 : 664, 62, soit 5 fr. 1825. Aujourd'hui le dollar vaut tout près de 20 fr. Prenons ce taux comme taux de stabilisation et disons que le kilo d'or vaudra 664,62 × 20 = 13.292 fr. 40. Nous aurons ainsi un nouveau franc-or qui contiendra 1.000 gr. : 13.292,40 = 0 gr. 07523 d'or, ce qui donnera à notre encaisse métallique de 5.500 millions de francs actuels environ, étant donné son poids, une valeur en francs nouveaux de plus de 21.200 millions. Si, par ailleurs, dans une certaine mesure on peut arriver à réduire légèrement les avances à l'Etat, les billets remboursés seront remis en circulation à l'occasion d'opérations de commerce et garantis par le portefeuille.

Augmentation nominale de l'encaisse, réduction réelle des avances à l'Etat et augmentation réelle du portefeuille nous permettront d'avoir un billet de banque convertible parce qu'effectivement garanti par de l'or.

Il faut reconnaître qu'en général on ne présente pas cette

théorie d'une façon aussi absolue; on ne parle, le plus souvent que d'une dévaluation différée.

Les économistes sont unanimes à reconnaître qu'il importe tout d'abord d'avoir un budget en équilibre, d'opérer une certaine déflation, et surtout de consolider la dette flottante.

L'équilibre budgétaire aura sur les changes une bonne influence par suite de la confiance qu'il engendrera. D'où baisse des prix à l'intérieur, car actuellement la valeur du franc à l'extérieur a une influence directe sur la valeur du franc-papier à l'intérieur. En temps normal, le change défavorable provoquait des sorties d'or, ce qui déterminait une contraction monétaire, et donc une baisse des prix intérieurs. La baisse des prix intérieurs alléchait les acheteurs étrangers, les exportations se développaient et l'or rentrait peu à peu à la faveur d'une balance des comptes créditrice. Actuellement le change défavorable ne provoque plus de sorties d'or, puisque l'exportation de l'or est interdite; il n'y a pas contraction monétaire, nous sommes forcés de subir la loi du marché. Bien que cette situation favorise les exportateurs, et même à cause de cela, nous sommes obligés d'importer les matières premières nécessaires à notre production. La cherté de ces matières premières fait monter les prix de revient et par conséquent les prix de vente.

Mais l'équilibre budgétaire, engendrant la confiance, peut favoriser la hausse du franc à l'extérieur et provoquer ainsi une baisse des prix à l'intérieur qui déterminera elle-même la diminution de la circulation fiduciaire. Il y aura une certaine déflation automatique. Une fois cette déflation obtenue, il faudra stabiliser la situation en opérant la dévaluation du franc. Evidemment cette méthode de stabilisation rendrait à l'encaisse métallique toute son importance.

Sans qu'il soit nécessaire de discuter à fond cette théorie, remarquons simplement qu'elle constitue une faillite. Il y a des gens qui ont profité de l'inflation, ce sont tous les débiteurs, tous les emprunteurs et notamment l'Etat. Logiquement, et conformément à tous les principes de justice, la déflation doit rendre aux créanciers et aux prêteurs tous les avantages que l'inflation leur a fait perdre. J'étais créancier

de 20.000 fr. avant l'inflation; l'inflation survient et je touche une somme nominale de 20.000 fr., mais qui n'a plus la puissance d'achat des 20.000 fr. dont j'étais créancier avant l'inflation. Il est tout juste que, si je me trouve, pendant l'inflation, créancier de 20.000 fr., je touche, la déflation étant réalisée, une même somme de 20.000 fr. ayant un pouvoir d'achat bien supérieur à celui de ma créance pendant l'inflation. Les deux opérations se compensent. Mais, si l'on dévalue le franc au lieu de pratiquer la déflation, je ne rentrerai jamais en possession du pouvoir d'achat dont je disposais avant l'inflation. L'Etat qui a emprunté des francs-or, tout au moins au début de la guerre, et qui a promis de payer des intérêts en francs-or, ne paiera plus que des demi-francs-or. C'est une faillite.

Toute la question est de savoir si l'Etat veut faire faillite, ou plutôt s'il se trouve dans l'obligation de faire faillite ? Or, nous ne le croyons pas.

Que veulent les partisans de la dévaluation ? Rétablir une circulation d'or effective afin de stabiliser les prix et d'empêcher les changes d'agir *directement* sur ceux-ci. Dans ces conditions, les changes agiraient *directement* sur la circulation monétaire et, de ce fait, *indirectement* sur les prix. Ainsi le change défavorable provoquerait non une élévation, mais une baisse des cours intérieurs, et cette baisse à son tour réagirait favorablement sur le change, contrairement à ce qui se passe actuellement.

Nous sommes tout à fait d'avis que tel doit être le but poursuivi : il faut retourner la situation actuelle. Mais que l'on recherche la déflation ou la dévaluation, les premières opérations à effectuer seront toujours les mêmes. De toutes façons, il faudra commencer par réaliser l'équilibre budgétaire et une certaine déflation. Cela est indispensable. En effet, il est impossible, sans une amélioration de la situation actuelle, de songer à autoriser des sorties d'or. Si cette amélioration se produisait, l'équilibre budgétaire, et nous dirons tout à l'heure ce qu'il faut entendre par là, donnerait confiance aux étrangers et provoquerait une appréciation du franc (si toutefois nous n'avons pas une balance des comptes

trop déficitaire). Cette appréciation du franc provoquerait une baisse des prix et la baisse des prix intérieurs déterminerait un courant d'exportations. Ce serait un premier pas vers le rétablissement de la situation dont la cause principale serait le retour de la confiance.

Ce n'est pas tout. Nous montrerons, dans notre troisième partie, qu'il faut absolument, pour « dévaluer » le franc et rétablir une circulation d'or ou au moins un système de « gold exchange standard », consolider la dette flottante; le rétablissement d'une monnaie saine nécessite la déflation financière. Avec une monnaie saine, en effet, la Banque de France a le contrôle de la circulation. Elle élève le taux de son escompte, le taux de ses avances sur titres, pour la contracter; elle abaisse ces deux taux pour lui laisser plus d'ampleur; elle agit dans le sens qu'elle juge opportun, mais son action est toujours efficace. Or, tant que les porteurs de Bons pourront venir en demander le remboursement au Trésor, la Banque ne pourra agir sur la circulation. La contraction indispensable parfois au bon fonctionnement d'une circulation monétaire saine ne pourra jamais être réalisée. En supposant qu'elle soit obtenue, l'Etat restera toujours à la merci d'un mouvement de méfiance du public. Ce mouvement, déterminant des demandes de remboursement de Bons, provoquera une augmentation de la circulation fiduciaire ou une faillite nouvelle de l'Etat.

Les trois conditions du rétablissement de la convertibilité après dévaluation : équilibre budgétaire, déflation partielle, consolidation de la dette flottante, sont réclamés par presque tous les partisans de la dévaluation, et c'est à bon droit.

Une question se pose alors. Puisque, pour préparer la dévaluation du franc, il est nécessaire de prendre toutes ces mesures, pourquoi ne pas aller plus loin et en profiter pour obtenir la stabilisation du franc-papier sur la base or à l'ancien taux légal ? Un premier pas étant fait, pourquoi, abandonnant l'idée de dévaluation, ne pas continuer dans la même voie jusqu'au rétablissement complet de notre unité monétaire ?

Contre cette dernière solution, on fait valoir deux objections principales :

L'amélioration des changes, indispensable pour effectuer cette opération, reposerait en grande partie sur la confiance des étrangers dans le relèvement financier de notre pays; ce serait, dit-on, très précaire, et il faut, le plus tôt possible, revenir à une monnaie saine qui permette le libre jeu d'actions et de réactions que nous avons analysé précédemment. A cela il faut répondre que la stabilité relative mais suffisante du change peut être obtenue à l'aide de crédits de spéculation (nous reviendrons sur ce point dans notre troisième partie). De plus, la dévaluation elle-même pourrait provoquer une crise des changes, car elle empêcherait les étrangers qui spéculent à la hausse du franc de nous continuer leur concours, la stabilité de notre franc ne leur laissant plus aucun espoir de profits. Le flottant de francs qui se trouve à l'étranger viendrait au remboursement. Pour y faire face il faudrait obtenir des crédits de spéculation. Nous seraient-ils accordés ? Nous ne le croyons pas. Quand on dit que des crédits de spéculation nous sont alloués à cause de la confiance que nous inspirons, le terme est mal choisi; il faut dire : à cause des espoirs que nous faisons naître. Or il n'y aurait plus d'espoirs : la marche ascendante de notre franc se buterait contre un mur d'or.

Quant à la seconde objection formulée contre la déflation totale, la voici : la baisse des prix intérieurs provoquerait une diminution dans la rentrée des impôts. Sans doute, les dépenses budgétaires seraient moins lourdes, mais leur dégression ne peut-être continue; il y a une partie du budget qui est incompressible, celle qui est formée par les arrérages des emprunts; il y aurait donc un danger résultant du resserrement des recettes.

Cela est vrai; mais la baisse des prix entraînant la baisse du loyer de l'argent, des conversions seraient possibles, et l'Etat pourrait, semble-t-il, songer à amortir ses emprunts. Nous reviendrons sur ce point dans un instant. L'effort serait long, mais il faudrait le poursuivre avec calme et surtout avec méthode. Alors tous les espoirs seraient permis. Pourquoi faire faillite si l'on peut obtenir des délais suffisants pour rétablir la situation ?

Au total, *la déflation paraît donc préférable à la dévaluation.* En tout cas elle n'aurait pas plus d'inconvénients.

Après toutes ces discussions, il semble que la méthode à suivre pour revenir à une circulation monétaire normale doive avoir pour buts précis :

1° D'arrêter et de prévenir toute inflation nouvelle, c'est-à-dire de stabiliser la situation actuelle non seulement pour demain, mais pour une longue période de temps;

2° Grâce à la stabilisation qui porte en elle-même un remède à la situation financière du pays, procéder à une déflation lente qui, peu à peu, nous rendra un rapport normal entre l'encaisse métallique et la circulation fiduciaire de la Banque de France. C'est le but qu'il faut se proposer. Si l'on s'aperçoit au bout d'un certain temps qu'il ne peut être atteint, il faudra procéder à une dévaluation du franc pour rétablir une monnaie saine. Mais ce but ne doit être qu'un pis-aller; il ne faut pas se le proposer a priori. Il faut voir plus grand. Le rétablissement complet est plus difficile à obtenir que la dévaluation ne l'est à réaliser. Qui peut le plus, peut le moins; mais il faut chercher à atteindre « le plus » pour atteindre, en tout cas, « le moins ».

Voici, dans leurs grandes lignes, les étapes qu'il faudrait, à notre avis, parcourir si l'on veut tenter de réaliser ce programme.

1° *Equilibre budgétaire réel.*

Il ne peut être question, ni de rembourser les avances de la Banque, ni de consolider la dette flottante avant d'avoir obtenu un équilibre budgétaire réel.

Si l'Etat manque des ressources nécessaires pour établir cet équilibre et s'il rembourse cependant une partie de ses dettes, ce ne peut être qu'en empruntant, c'est-à-dire en augmentant par ailleurs son passif. Théoriquement l'opération ne présente donc pas d'intérêt positif: tout au plus prétend-on qu'elle peut avoir quelques avantages moraux.

Voici un exemple de cette opération. D'après la convention du 29 décembre 1920, passée entre le Ministre des Finances et

le Gouverneur de la Banque de France, l'Etat devait rembourser chaque année deux milliards à la Banque. De fait, les avances tombent de 26.200 millions au 31 mai 1921 à 23.900 millions au 31 août 1922. Mais comment l'Etat s'est-il procuré la différence de 2.300 millions, alors que le budget de 1922 accusait un déficit de 11.483 millions (budget spécial compris) ? En augmentant une autre partie de la dette flottante. Aux mêmes dates, l'émission des bons de la Défense passe en effet de 51.812 millions à 62.662 millions. C'est la preuve que l'Etat a emprunté pour rembouser. La situation générale du pays favorisait à ce moment le placement des bons, mais, ne l'oublions pas, les bons n'en constituaient pas moins toujours une menace d'inflation.

Le fait s'est vérifié. Les avances à l'Etat n'étaient plus au 16 mars 1922 que de 21.200 millions. A ce moment, la reprise des affaires se dessinant, les bons venus à échéance ne sont pas renouvelés et, pour les rembourser, l'Etat doit s'adresser à la Banque puisqu'il n'a pas d'autres ressources. Dès lors la convention de 1920 n'est plus exécutée; en outre, les avances atteignent de nouveau le chiffre de 23.400 millions au 21 décembre 1923.

On le voit, tant que l'équilibre budgétaire réel ne sera pas obtenu, l'Etat ne pourra diminuer les avances de la Banque qu'en augmentant la dette flottante.

L'équilibre budgétaire *réel* est caractérisé par ce fait que *les recettes permanentes et normales*, c'est-à-dire *les impôts, couvrent toutes les dépenses.*

On nous promet pour 1925 un budget réellement en équilibre, budget des dépenses recouvrables compris. Mais il semble qu'il y ait loin de la promesse à la réalisation.

Comment entend-on réaliser cet équilibre ?

On compta d'abord sur le produit d'un emprunt destiné à liquider le déficit de 1924, soit 4 mililards, tout en assurant l'aisance de la Trésorerie. De ce côté, nous l'avons vu, l'espoir s'est évanoui. L'emprunt a bien produit nominalement 5 milliards, mais en réalité 4 milliards ont été réclamés par les souscripteurs à la Trésorerie qui ne les a récupérés que moyennant une charge d'intérêts plus lourde. Le milliard

disponible, et qui après vérification s'est trouvé réduit à 600 millions, servira, d'après les plans d'un politique financière très critiquable tant que l'équilibre budgétaire n'est pas pas réellement organisé, à abaisser la marge de crédit dont l'Etat peut disposer à la Banque.

Par ailleurs, le déficit de 1924 se retrouvera dans le budget de 1925 (il sera d'ailleurs de 5.500 millions par accroissement des dépenses) si l'on ne trouve pas moyen de le couvrir.

Nous devons récupérer un milliard en application du plan Dawes. Le toucherons-nous ? On a attendu 1.200 millions de recettes exceptionnelles provenant de l'impôt sur les bénéfices de guerre et de la liquidation des stocks : question d'évaluation; il ne faut rien préjuger.

Enfin 2.700 millions sont escomptés des plus-values normales des impôts directs et indirects, tandis que 1.600 millions seront demandés à des impôts nouveaux.

Remarquons en passant qu'il semble déjà extraordinaire, dans la situation où nous sommes, que l'Etat engage des dépenses avant de connaître ses ressources autrement que par des évaluations; à plus forte raison semble-t-il dangereux de faire état, pour réaliser un équilibre sur le papier, de plus-values éventuelles sur des évaluations. On évalue, ou on n'évalue pas. Si on évalue les recettes, il faut partir de l'évaluation pour établir l'équilibre et ne pas y ajouter un espoir de plus-value, cet espoir fût-il raisonnable. La situation est suffisamment grave pour l'on s'astreigne à ne tabler que sur des recettes certaines. En réalité, des plus-values se sont jusqu'ici produites, nous l'avons vu; mais ce n'est pas une raison pour y compter, par principe, dans l'avenir. La meilleure preuve en est qu'au début de 1925, les plus-values sont en diminution. En tout cas, il va falloir demander au moins 1.600 millions à des impôts nouveaux. Ce ne serait pas énorme si ce chiffre était exact [1].

Concluons : le déficit de 1924 ne pourra pas être couvert par l'emprunt, et l'aisance de la Trésorerie ne sera pas assurée; cependant il y aura une augmentation d'intérêts à payer !

(1) D'après les derniers renseignements M. Caillaux aurait reconnu la nécessité d'augmenter les impôts de 3 milliards environ.

Quand aux 5.500 millions de dépenses du budget de 1925, auxquels il s'agissait de parer, on aurait peut-être réussi à les trouver si le chiffre du déficit n'avait pas considérablement grandi depuis le début des débats parlementaires.

On nous promettait un budget de :

Dépenses = 32.815.000.000 francs.

Recettes = 32.853.000.000 francs.

Mais que ce soit pour des augmentations de traitements, de pensions, ou pour d'autres motifs, nous avons déjà dépassé le chiffre de 34 milliards de dépenses [1].

Le Gouvernement va donc se trouver en face de cette alternative : avoir un budget en déficit, ou réclamer aux contribuables, non pas 1.600 millions d'impôts nouveaux, mais peut-être 2, 3, ou 4 milliards. Où allons-nous ? Dans les deux cas, vers l'inflation. Si le budget est en déficit, la Trésorerie devra recourir soit aux avances de la Banque, soit aux placements des bons.

Si l'Etat augmente les impôts il y aura augmentation corrélative du prix de la vie. Il en résultera des demandes d'augmentation de traitements, de pensions, et plus généralement tout ce que l'Etat devra acheter coûtera plus cher : le budget de 1926 se montera non plus à 35 milliards mais à 36 ou 37. Des impôts nouveaux seront-ils encore voté ? Il arrivera certainement un moment où le contribuable ne pourra plus payer et auquel le déficit se produira nécessairement. Mais, sans attendre ce moment, l'augmentation du coût de la vie résultant des charges fiscales nouvelles, entraînera un accroisse-

(1) Avec une énergie à laquelle il faut rendre hommage, la Commission des Finances du Sénat a fait des coupes sombres dans le budget qui est sorti de la Chambre des Députés. Elle a repris à peu de choses près le projet du Ministre des Finances, M. Clémentel. C'est dire qu'elle a supprimé toutes les innovations malheureuses de la majorité du Palais-Bourbon. Mais c'est aussi la guerre entre les deux Assemblées. Cette déclaration de guerre a déjà déterminé la chute du ministère Herriot. Que sortira-t-il de ce conflit ? L'avenir seul nous l'apprendra. Il se mêle malheureusement aux questions financières des questions de politique générale et même des questions de personnes, ce que nous regrettons vivement, mais nous espérons cependant que le Sénat tiendra bon au sujet de la question financière et que les dépenses budgétaires ne dépasseront pas 32 ou 33 milliards.

ment de la circulation fiduciaire. C'est un fait d'expérience. Nous avons vu que les billets de Banque émis à l'occasion de l'escompte étaient garantis, suivant l'expression de M. Viviani, par « des valeurs réelles et certaines créées par le commerce et l'industrie ». Ces valeurs ne seront pas plus importantes, elles resteront les mêmes, mais le commerçant frappé d'un impôt plus lourd en fera retomber le poids sur le consommateur. L'effet de commerce qu'il présentera à l'escompte aura réellement, c'est-à-dire par rapport à l'or, la même valeur que celui de l'année dernière, mais il sera nominalement supérieur. Donc un plus grand nombre de billets seront émis et cela artificiellement sans que cette émission supplémentaire soit justifiée par un développement de la production ou du commerce.

Actuellement, les impôts cédulaires, l'impôt sur le revenu global et la taxe sur le chiffre d'affaires, assis directement sur le revenu net ou sur les prix, sont très élastiques parce qu'ils suivent de près la vie économique. Que la production augmente, que les bénéfices des industriels et des commerçants se développent, le rendement des impôts augmentera dans la même proportion. De sorte que le produit des impôts ira croissant dans les périodes prospères et décroîtra dans les périodes de dépression. Aussi bien le budget devrait-il se modeler sur la situation économique du pays. Mais c'est ce que nos parlementaires ne feront jamais. Ainsi la souplesse des impôts directs, qui est une qualité pour le contribuable, devient un grave défaut pour les finances publiques. Lorsque l'inflation est déclanchée par des déficits budgétaires ce défaut devient gros de conséquences. En effet, comme toujours, on veut sortir du déséquilibre budgétaire par un accroissement d'impôts et non par une compression des dépenses. Cela va tant bien que mal jusqu'à un certain point; mais si l'on dépasse la limite des facultés contributives de la nation et même si l'on se rapproche sensiblement de cette limite, on en arrive à l'alternative suivante : ou le contribuable ne peut reporter sa surcharge d'impôts sur autrui et alors son revenu net se trouve amputé de cette majoration, d'où une diminution du rendement des impôts l'année suivante; ou le contri-

buable reporte sa charge sur autrui et, si c'est un industriel ou un commerçant, cela se traduit par une hausse des prix, par un gonflement factice du chiffre d'affaires. Or le chiffre d'affaires, ce sont les ventes réalisées représentées par du papier de commerce dont le commerçant vient demander l'escompte. La demande d'escompte augmentera et la circulation aussi. Et si la Banque élève le taux de son escompte pour arrêter l'inflation, c'est le Trésor qui, en définitive, supportera les conséquences de l'accroissement des impôts puisqu'on viendra lui demander le remboursement des bons arrivés à échéance : l'industriel et le commerçant auront plus d'avantages à placer leurs fonds de roulement en effets de commerce qu'en bons de la Défense. C'est la conséquence grave du défaut de nos impôts directs lorsqu'ils sont augmentés pendant une période d'inflation.

On le voit, par l'augmentation des dépenses appelant un supplément d'impôts, l'Etat provoque l'inflation ou des demandes de remboursement de bons, ce qui, dans la situation actuelle, revient au même. Dans ce cas, bien que le budget soit en équilibre, l'inflation se produit, par suite de l'augmentation des impôts, comme si le budget était en déficit.

On pouvait, avant la guerre, considérer avec une certaine inquiétude l'accroissement continu des dépenses, mais enfin il n'y avait pas péril en la demeure. Actuellement c'est avec terreur qu'il faut regarder cette plaie, car elle peut être mortelle. Les impôts auront beau rentrer admirablement, les budgets auront beau être en équilibre, si les dépenses augmentent nous irons vers l'inflation aussi sûrement que si les budgets étaient en déficit.

Malgré l'existence possible de plus-values fiscales résultant d'un essor économique du pays, il reste vrai que l'inflation provoque l'augmentation des dépenses budgétaires et que cette augmentation tend à son tour à développer l'inflation. Il y a là un cercle vicieux qu'il faut absolument briser si nous voulons sortir de la situation présente.

A quel endroit du cercle faut-il opérer la percée libératrice ? Il n'y a aucun doute : *c'est à l'endroit où se trouvent*

les dépenses budgétaires, puisque leur diminution est le seul remède dont nous puissions nous servir contre l'inflation.

Le budget est-il compressible ? Il peut être réduit dans une certaine mesure. Malheureusement il existe des politiciens qui considèrent l'Etat comme une « affaire » et qui sont heureux quand le budget se développe, signe certain de prospérité, croient-ils ! La Trésorerie est-elle gênée ? C'est une question à étudier mais en dehors du budget ! Ils oublient que, *dans une affaire industrielle, les recettes proviennent en partie des dépenses, les dépenses étant faites en vue d'obtenir des recettes,* tandis que, dans un budget, *les recettes sont au contraire réalisées uniquement en vue de permettre des dépenses.*

Il faut, à tout prix, si l'on veut réellement un redressement financier et monétaire, se débarrasser du Socialisme d'Etat. Il a malheureusement fait ses preuves. Il faut trouver d'autres formules que celle du monopole d'Etat, il faut supprimer l'administration partout où on peut la remplacer par l'initiative privée.

Mais la discussion devient ici très difficile, car l'Etat ne fournit aucun compte de gestion de ses monopoles, du moins aucun compte précis tel qu'en fournirait un industriel. Cependant il est possible de donner quelques chiffres. Ainsi, d'après une étude de M. E. Mireaux, Directeur général de la *Société d'Etudes et d'Informations Economiques,* le monopole de la vente de l'alcool industriel laisserait un déficit certain. L'Etat s'est engagé à acheter toute la production à un prix donné, sans se préoccuper de savoir s'il pourra l'écouler. Au moment où il a pris cette disposition, il a cru, étant données la production et la consommation normales, pouvoir faire une affaire. Malheureusement pour lui, et pour nous, il n'a pas songé que le débouché qu'il ouvrait ainsi aux producteurs provoquerait une augmentation de la production sans amener un développement corrélatif de la consommation. C'est ce qui est arrivé. Au 1er octobre 1922, l'Etat possédait un stock de 801.000 hectolitres d'alcool industriel, et, au 1er octobre 1923, le stock était encore de 743.000 hectolitres. Pour s'en débarrasser, l'Etat a lancé le fameux « carburant national » sur lequel il perd 80 millions par an !

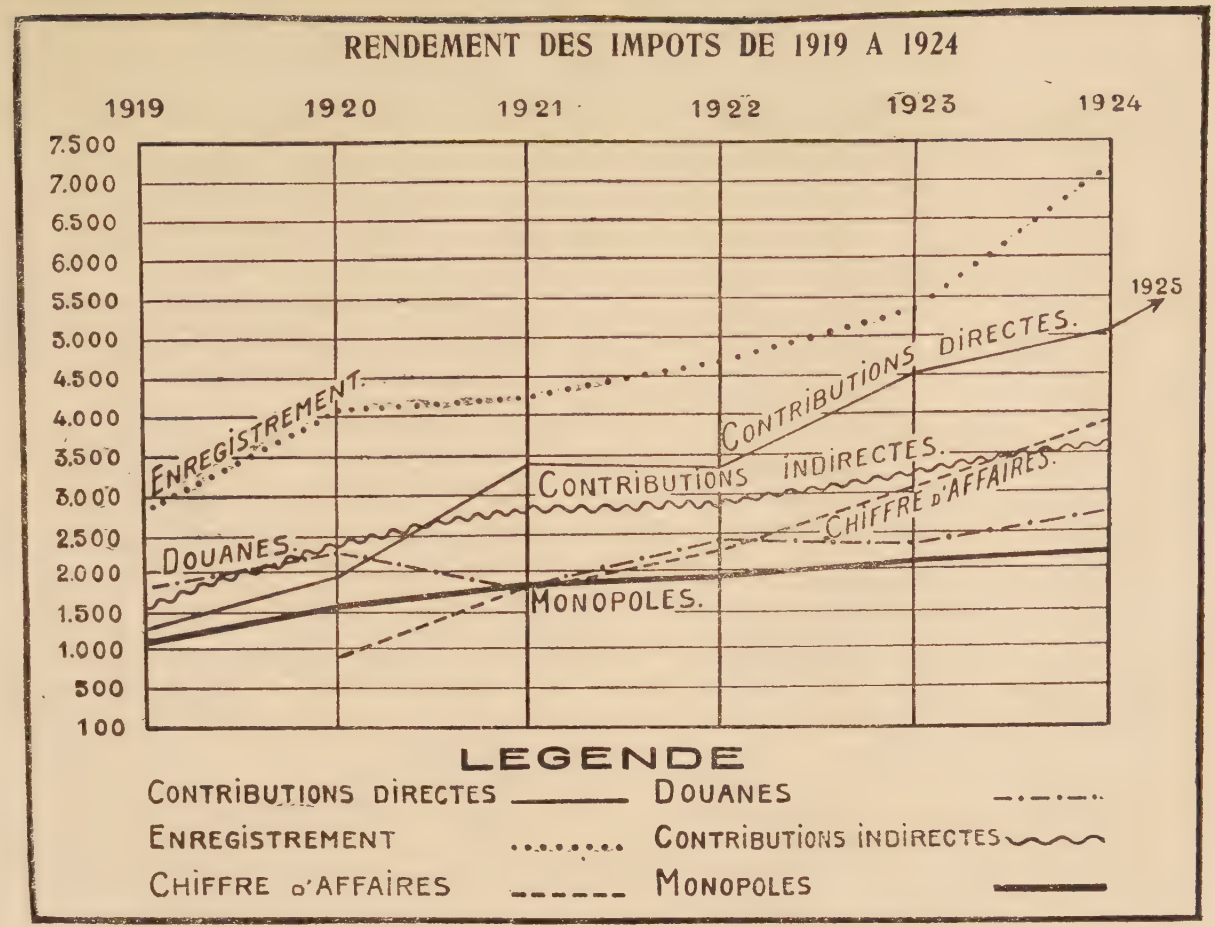
Si cette affaire était entre les mains d'un particulier, en admettant même que la vente soit strictement contrôlée, en admettant qu'elle soit limitée, l'intéressé s'arrangerait pour limiter sa production. Il ne dépenserait qu'en raison des recettes qu'il pourrait faire : c'est le contraire que fait l'Etat.

Voici un autre exemple. Le monopole des tabacs rapporte environ un milliard par an à l'Etat, admettons-le tout au moins. Mais l'Etat ne fait que 19 francs de bénéfice par kilog. Or la Grande-Bretagne réalise au moyen d'un droit à l'importation, qui chez nous pourrait être remplacé par un impôt sur le tabac fabriqué en France, 22 fr. 50 de profit par kilog. Sur cette base, un impôt sur les tabacs en France donnerait 2 milliards sans que le prix du tabac soit augmenté.

Toutes proportions gardées, la Belgique retire d'un impôt modique sur les tabacs des sommes bien supérieures au produit de notre monopole, et le tabac belge est moins cher que le tabac français.

Mais nous ne pouvons nous étendre sur l'étude des monopoles qui est une question distincte du problème de notre situation monétaire. Les deux questions sont sans doute liées actuellement, mais elles doivent être étudiées séparément. Qu'il nous suffise de constater que des monopoles pourraient être supprimés et qu'il en résulterait une diminution des dépenses de l'Etat sans que ses recettes en souffrent, bien au contraire ! Le rendement des monopoles est resté à peu près stationnaire, comme le montre le graphique de la page suivante, alors que le rendement des impôts frappant les industries privées a notablement augmenté.

Il est d'autres dépenses qui pourraient être supprimées ou diminuées. Quand l'Etat assure la sécurité extérieure, l'ordre intérieur et qu'il édicte de bonnes lois dans les limites desquelles se meut à l'aise l'activité nationale, il a fait la plus grande partie de son devoir. La solution des questions sociales ne dépend pas nécessairement du Socialisme d'Etat. Elle dépend avant tout de la situation financière du pays. Quand l'Etat aura contribué pour sa part, qui doit être grande, au relèvement financier de la France, il aura plus fait pour la solution des questions sociales qu'il n'a fait depuis longtemps


RENDEMENT DES IMPOTS DE 1919 A 1924
1919
1920
1921
1922
1923
1924
7.500
7.000
6.500
6.000
5.500
5.000
4.500
4.000
3.500
3.000
2.500
2.000
1.500
1.000
500
100
1925
ENREGISTREMENT.
CONTRIBUTIONS DIRECTES.
CONTRIBUTIONS INDIRECTES.
CHIFFRE D'AFFAIRES.
DOUANES.
MONOPOLES.
LEGENDE
CONTRIBUTIONS DIRECTES
DOUANES
ENREGISTREMENT
CONTRIBUTIONS INDIRECTES
CHIFFRE D'AFFAIRES
MONOPOLES

à l'aide de monopoles, d'impôts répartiteurs et de réglementations rigides.

Il est malheureusement toute une partie du budget qui semble incompressible : les intérêts des emprunts, c'est-à-dire plus de 52 % du total des dépenses ! Nous avons vu que là se trouve un des arguments des partisans de la dévaluation contre la déflation. Il nous semble que l'on pourrait néanmoins comprimer le budget en vue d'opérer un commencement de déflation et d'observer les effets de cette politique. Si vraiment elle entraîne une diminution de la circulation et une baisse des prix en même temps qu'un redressement des changes, le taux du loyer de l'argent baissera et certaines conversions seront possibles. L'Etat peut d'ailleurs songer à pratiquer une politique d'amortissement de sa dette à long terme : il le fait déjà dans une certaine mesure. Si, au contraire, on s'aperçoit qu'il est impossible de comprimer la partie du budget formée par les intérêts des rentes et des emprunts, il sera temps d'aviser lorsque l'on touchera au point optimum du redressement financier.

A priori la déflation semble possible et souhaitable, pratiquons-là, suivant le plan que nous indiquerons tout à l'heure, *jusqu'au point à partir duquel il deviendra impossible de la poursuivre.* C'est alors, mais *alors seulement, que se posera peut-être la question de la dévaluation.*

Actuellement celle-ci ne se pose pas et nous croyons qu'elle ne se posera jamais si l'Etat suit avec méthode un plan d'action analogue à celui que nous envisagerons dans la suite et dont la première étape est l'équilibre budgétaire réel.

Il reste, contre la déflation totale, un argument juridique assez spécieux. L'Etat a promis aux souscripteurs de certains emprunts de ne faire ni conversion ni amortissement pendant une période assez longue (20 ans) ; on ne peut donc opérer les compressions budgétaires qu'implique la déflation totale, et la dévaluation du franc devient nécessaire. Peut-être ? Mais la dévaluation est une faillite, une conversion forcée des emprunts. Mieux vaut encore une conversion qui permette la déflation et qui rendra possible l'amélioration de la situation économique et financière du pays !

Lorsque l'Etat possèdera des excédents budgétaires, par suite de la compression des dépenses, ces excédents ne devront jamais apparaître mais être toujours répartis dans les divers comptes d'amortissements ou de remboursements que nous allons étudier.

En résumé, la première étape de tout redressement financier, est la réalisation de l'équilibre budgétaire réel, *par l'abaissement des dépenses au niveau des recettes et non par l'élévation des recettes au niveau des dépenses.*

2° *La dette flottante.*

L'équilibre budgétaire une fois obtenu on songera à consolider la dette flottante et la dette à court terme, avant de rembourser les avances de la Banque de France. C'est la conclusion logique que nous avons fait pressentir. La logique a-t-elle tort ? Est-il pratiquement faux de dire que, dans la situation actuelle, tout remboursement à la Banque sera illusoire si, les besoins de crédit augmentant, les porteurs de bons arrivés à échéance venant demander le remboursement de leurs bons, il en résulte un rebondissement des avances de la Banque ? C'est ainsi du moins que les choses se sont passées dans la période 1920-1923. Est-ce inéluctable ? Oui, répondent certains économistes, notamment M. R. Maroni dans la Chronique financière du *Journal des Débats,* et M. Rist, professeur à la Faculté de Droit de Paris, dans son livre : « La Déflation en pratique ». L'exposé que nous avons fait, au début de notre étude sur l'équilibre budgétaire, du va et vient qui s'est produit entre les deux dettes flottantes de l'Etat pendant la période 1920-1923 résume à peu près cette thèse.

M. Noyelle, professeur à la Faculté de Droit de Caen, a soutenu une thèse contraire dans un article intitulé : « Déflation ou Dévaluation ? » (*Revue Economique Internationale,* septembre-octobre 1924.) Voici ce qu'il dit de la thèse qu'il combat : « Rien de plus *logique,* mais la logique a tort quelquefois, comme le pense M. Rist, à qui nous nous permettons de dénoncer « l'esprit logicien » de M. Maroni. »

Et temps de monnaie stable, la circulation, contrôlée par la Banque au moyen du taux d'escompte, règle les prix, tandis qu'*en période d'inflation et lorsqu'il y a une dette flottante de la nature et de l'importance de celle que constituent les bons, c'est le niveau des prix qui règle la circulation.* C'est là un mal; personne ne le met en doute. Mais doit-on et peut-on obtenir un relèvement monétaire et financier en prenant ce mal en patience ? Disparaîtra-t-il automatiquement par suite du relèvement obtenu par des moyens à étudier ? Au contraire, sa suppression est-elle une condition préalable et nécessaire du relèvement monétaire et financier ?

Si l'on suppose que l'Etat rembourse d'abord la Banque, voici les trois cas qui, d'après M. Noyelle, doivent être envisagés :

« Premier cas. — Les besoins du commerce diminuent; « le public emploie ses disponibilités en bons; l'Etat rem- « bourse la Banque; la déflation est possible; pas de discus- « sion.

« Deuxième cas. — Les besoins du commerce augmentent; « le public transforme les bons en billets. Ici, de deux choses « l'une : ou bien l'Etat suspend ses remboursements à la « Banque, ou bien il les continue :

a) L'Etat ne rembourse plus. Il a tort, car l'équilibre éco- « nomique suppose que toute augmentation monétaire est « contrôlée par les Banques. Si les conditions économiques « justifient une extension du crédit, la Banque d'émission, « *remboursée,* accordera ce crédit.

« N'étant plus remboursée, elle n'a aucune prise sur l'éco- « nomie dont « l'emballement » peut aller jusqu'aux confins « du gouffre inflation et le circuit demeure fermé en s'élar- « gissant. L'expérience *d'hier* l'atteste. »

Nous nous permettons d'arrêter un instant cette citation pour faire une remarque.

« L'Etat ne rembourse plus la Banque; il a tort. » Mais il lui faut, qu'il ait tort ou raison, rembourser les bons, à moins d'en suspendre aussi le remboursement et de faire par conséquent faillite. Or, où prendra-t-il les sommes nécessaires au remboursement des bons ? De deux choses l'une : ou la Tré-

sorerie possédera les réserves voulues pour faire face à ces remboursement *anormaux*, et alors elle aura commencé, en constituant ses réserves, l'amortissement de la dette flottante au détriment des remboursements à la Banque; ou elle ne possédera pas lesdites réserves et elle devra faire appel à la Banque pour rembourser les bons.

Mais continuons :

« *b*) L'Etat rembourse (la Banque). Mais, dit-on, ce rem-
« boursement est illusoire puisque les besoins du commerce
« vont métamorphoser les bons en billets. Sans doute, le
« public retire des caisses publiques ce qu'il porte aux affaires,
« mais, le Trésor voyant fuir de ses caisses des disponibilités
« sur lesquelles il comptait, le Trésor qui a besoin *d'expé-*
« *rience* pour comprendre et agir, finira par se résoudre à
« demander à l'impôt ce qu'il n'obtient plus de l'emprunt.

« C'est par l'impôt que le circuit fatal sera rompu, tôt ou
« tard, peut-être tout à l'heure ? »

Ici, M. Noyelle suppose que non seulement l'Etat rembourse la Banque, mais encore les bons et que, pour rembourser les bons, il fait appel à l'impôt. C'est ce qu'on aurait pu répondre à l'objection que nous avons formulée à la suite du paragraphe précédent. Mais il faut convenir, en ce cas, que le raisonnement de M. Noyelle est aussi « logique » que celui de M. Maroni et même qu'il tient, moins bien que lui, compte des réalités.

Nous avons vu qu'en 1920-1923 les fonds qui sont allés de la dette flottante aux avances de la Banque et réciproquement ont été de plus de 2 milliards. En 1920, les avances à la Banque diminuent et atteignent le minimum de 21.200 millions, mais les souscriptions aux bons augmentent de plus de 10 milliards. A la fin de 1923, les remboursements de bons excèdent de 4 milliards les souscriptions, mais les avances de la Banque augmentent de 2.200 millions. Or un fait analogue peut se reproduire. Si le Gouvernement suivait le plan fixé par M. Noyelle, c'est-à-dire s'il continuait à rembourser la Banque, soit 2 milliards, s'il faisait cependant face à l'excédent des demandes de remboursement de bons, soit 4 milliards, c'est donc 6 milliards qu'il lui faudrait demander à

des *suppléments* d'impôts ? Dans l'état actuel, *c'est impossible !* Et, d'un autre côté, on ne peut songer à comprimer brusquement les dépenses de 6 milliards.

Le troisième cas envisagé par M. Noyelle est celui d'une hausse des changes. Il soulève une question que nous étudierons dans notre troisième partie.

La thèse de M. Noyelle n'est pas fausse, en tant que thèse, mais nous croyons que son application est actuellement impossible et qu'il faut opérer un certain redressement financier sans chercher à supprimer la maladie actuelle de la circulation, c'est-à-dire à rétablir le contrôle de la Banque sur la circulation.

L'Etat ne doit plus chercher à augmenter les impôts, nous avons dit pourquoi. Mais il doit chercher à alléger sa Trésorerie. Il doit constituer par des moyens autres que l'impôt un fond de roulement libre qui sera sans utilité immédiate en temps de stabilité relative, mais qui permettra, en cas de crise, de faire face à l'excédent des demandes de remboursement de bons. Cela fait, il lui deviendra possible de rembourser utilement la Banque.

La réserve dont il s'agit devrait, le plus rapidement possible, atteindre 5 à 6 milliards. Chaque année, le Gouvernement inscrirait dans le budget une somme de 2 milliards pour la constitution du fonds de réserve et, s'il le pouvait, une autre somme de 2 milliards pour rembourser la Banque en exécution de la convention de 1920. Les deux sommes devraient être égales, de façon que l'on ne reprenne jamais à la Banque plus qu'on ne lui rend. Si l'on ne pouvait disposer que de trois milliards, il ne faudrait rembourser que 1.500 millions à la Banque et mettre 1.500 millions à la réserve.

Plus tard, le jour où le fonds de réserve aurait atteint 6 milliards environ [1], l'Etat pourrait, sans restriction, opérer le remboursement annuel de 2 milliards à la Banque.

(1) Nous parlons d'une somme de 6 milliards parce que c'est la différence entre les avances de la Banque et la dette flottante qu'il eut fallu combler en 1923. Il peut sembler un peu puérile de vouloir fixer un chiffre quelconque; tout dépend des besoins du commerce qui peuvent se faire sentir à un moment donné. Cependant, nous croyons qu'avec une somme

Le fonds de réserve devrait être constitué par la remise de billets à la Banque; il en serait de même pour les remboursements qui lui sont dus. Le fonds de réserve donnerait lieu à l'ouverture d'un compte spécial dont le public pourrait prendre connaissance dans le bilan hebdomadaire de la Banque.

Mais, objecterait peut-être M. Noyelle, pourquoi ne pas rembourser purement et simplement la Banque de 4 milliards par an ? C'est que la confiance joue un très grand rôle dans la situation actuelle et que l'existence de deux comptes séparés produira un effet moral qui n'est pas négligeable. Si le public voit l'Etat rembourser annuellement 4 milliards à la Banque, il trouvera cela très bien. Certaines personnes diront même que c'est trop, et d'autres se demanderont avec inquiétude : « Et les bons ? » Si, au contraire, le public s'aperçoit que le compte d'avance diminue régulièrement (peu importe la somme, c'est la régularité du mouvement qui frappe) et que, malgré tout, l'Etat songe à amortir sa dette flottante, le facteur psychologique jouera dans des proportions que l'on sous-èstime, à notre avis.

Tout cela est très bien, mais, objectera-t-on encore, le fonds de réserves peut être asséché dès le jour de sa constitution et, s'il n'est pas suffisant, les avances à la Banque peuvent augmenter à nouveau. Pour qu'il en soit ainsi il suffit qu'au moment de l'exécution du plan un développement des besoins du commerce se produise.

Rien n'est plus exact. Aussi bien sommes-nous d'accord qu'il importe de choisir une situation favorable à l'opération pour la commencer. Il appartient d'ailleurs à l'Etat de provoquer cette situation par sa politique financière. Nous avons vu que momentanément la Banque n'a plus de moyens de contrôle sur la circulation parce que l'Etat a fait de l'inflation; pour permettre la déflation, c'est l'Etat qui doit contrôler la circulation, ou du moins, ce qui est plus dans ses moyens, avoir une influence sur elle en réduisant ses dépenses budgé-

de 5 à 6 milliards il sera toujours possible de faire face à des demandes extraordinaires du commerce et de l'industrie : c'est en partie l'expérience d'hier qui nous l'apprend.

taires, mesure qui provoquera une baisse des changes étrangers et des prix intérieurs.

Ce moyen est aussi le seul, après avoir écarté l'impôt et l'emprunt, qui permette la constitution du fonds de réserve envisagé. L'Etat réclamerait à la circulation autant de billets qu'actuellement pas la voie des impôts, mais effectuant moins de dépenses il en remettrait moins en circulation. Sa Trésorerie allégée pourrait disposer des sommes nécessaires au remboursement et à l'amortissement dont nous avons parlé.

La confiance engendrée par une saine politique financière ferait disparaître les craintes qu'inspire actuellement la dette flottante. Le public ne demande qu'à continuer de placer avantageusement ses disponibilités à court terme. C'est la méfiance qui seule le pousse à demander le remboursement des Bons. En dehors de la méfiance, il n'y a que les nécessités du moment qui puissent porter le public à échapper au resserrement du crédit en demandant, comme en 1923, des remboursements importants. Mais dans ce cas le montant des bons à rembourser ne sera jamais très grand : l'Etat pourra y parer avec une réserve de 5 à 6 milliards.

Enfin, le plan que nous préconisons présente l'avantage d'éviter une brusque déflation. Les billets remboursés à la Banque ne seraient pas détruits, mais conservés par elle, et ils lui permettraient d'accorder plus largement du crédit. En abaissant le taux de son escompte, la Banque attirerait à elle ceux qui ont besoin de capitaux et les éloignerait du Trésor. Au contraire, en l'élevant, elle les éloignerait d'elle et les rapprocherait du Trésor.

Sous l'action du facteur psychologique et si, d'autre part, nous avions une balance des comptes bénéficiaire, notre change se relèverait et nous pourrions empêcher la spéculation d'y porter atteinte grâce à des crédits de spéculation qui nous seraient facilement accordés. Du fait de la hausse de notre franc à l'extérieur, les prix intérieurs baisseraient et il en résulterait une diminution de la circulation.

Voilà par quoi doit commencer la déflation; car actuellement, c'est un fait, la Banque de France ne peut plus contrôler la circulation. Si elle élève le taux de son escompte, les demandes de remboursement de bons affluent et les billets

sortent sans que la Banque puisse rien empêcher : il faut donc, pour s'engager dans la voie de la déflation, avoir le concours de cet agent externe qu'est le change, concours que l'on peut espérer obtenir le jour où un plan de redressement financier serait sérieusement adopté et commencerait d'être mis à exécution.

M. Noyelle nous paraît voir les choses d'un point de vue trop théorique lorsqu'il soutient que la Banque remboursée, possédant une marge d'émission, peut contrôler la circulation. Tant que la dette flottante actuelle ne sera pas au moins en voie d'amortissement, il n'en peut être ainsi. La Banque accordera ce que le public lui demandera; elle ne contrôlera rien du tout; elle sera entraînée par les circonstances. Si elle veut contrôler, c'est-à-dire resserrer le crédit en élevant le taux de son escompte, alors les demandes de remboursement de bons afflueront, les billets sortiront par une autre porte et le contrôle de la Banque sera illusoire. Cela, du moins, résulte de ce que l'Etat ne peut augmenter les impôts sans provoquer une nouvelle inflation, et demeurerait vrai même si l'Etat avait constitué un fond de réserve prélevé sur des excédents budgétaires et destiné au remboursement de la dette flottante.

Mais, et notre conclusion aboutit à ces deux idées, cela n'est peut-être pas un mal et peut-être en résulte-t-il le moyen le plus sûr d'arriver à un redressement financier et monétaire qui nous rendra à la longue un pourcentage normal entre l'encaisse métallique et la circulation fiduciaire.

Ce n'est peut-être par un mal ? La déflation trop rapide est à redouter; or, avec cette soupape de sûreté que constitue la dette flottante, elle ne peut pas se précipiter. Supposons que la Banque élève le taux de son escompte, comme d'ailleurs elle l'a fait, afin de réduire la circulation fiduciaire. Si l'élévation était trop forte et trop brusque, et si, d'autre part, la Banque avait vraiment le contrôle de la circulation, il se produirait une paralysie complète de la production et du commerce. Au contraire, avec l'existence de la dette flottante, rien de semblable n'est à craindre; les bons alimenteront toujours suffisamment le marché en titres de crédit négociables. Puisque, par hypothèse, l'Etat est en mesure de faire face aux

demandes de remboursement des bons, le public trouvera au Trésor tout le numéraire dont il aura besoin.

C'est peut-être, enfin, le plus sûr moyen d'arriver à un redressement financier ? Dès que l'Etat aura constitué un fonds de réserve suffisant et que l'on sera assuré de sa permanence, la Banque pourra élever le taux de son escompte. Dès lors, en cas de crise, la circulation ne diminuera pas, elle restera stable, peut-être même augmentera-t-elle légèrement, car les demandeurs de crédit empêchés de s'adresser à la Banque, se retourneront vers le Trésor. Le fonds de réserve diminuera. S'il suffit néanmoins, tout ira bien. Les billets remis en circulation ne devront jamais revenir au Trésor, autrement que par la voie de l'impôt, car l'Etat ne remettra pas à la disposition du public les bons qu'il aura remboursés [1]. Les dépenses budgétaires ayant diminuées, la Trésorerie n'aura plus besoin de fonds de roulement aussi considérables.

Ainsi, tôt ou tard, les fonds de roulement rendus disponibles par les remboursements de bons reviendront à la Banque. Placés d'abord en titres d'Etat, en valeurs industrielles, en effets de commerce, etc..., ils serviront peu à peu à obtenir des avances sur titres et à effectuer des opérations d'escompte. *La Banque retrouvera lentement sa puissance de contrôle sur la circulation.*

Si le fonds de réserve s'épuise, si la soupape de sûreté ne fonctionne pas d'une façon suffisante, la Banque abaissera le taux de son escompte. Etant remboursée, elle pourra répondre à une partie de la demande de numéraire. Si le budget est stable, si les impôts n'augmentent pas, si la méthode de redres-

(1) On nous a objecté que tout amortissement de la dette flottante actuelle était impossible, justement parce que l'Etat ne pouvait limiter la souscription aux Bons. Nous avouons ne pas très bien saisir cette objection. Qu'y a-t-il d'impossible à ce que l'Etat arrête définitivement l'impression des vignettes des Bons, et à ce qu'il n'en mette plus en circulation ? Quand un particulier se présentera dans une Banque et demandera à souscrire un Bon, la Banque lui répondra qu'elle ne possède plus de vignettes. Quand une Banque demandera des vignettes au Trésor, le Trésor lui répondra qu'il n'en a plus, ou qu'il n'en a plus que pour telle somme. Y a-t-il là quelque chose d'impossible ?

sement est suivie envers et contre tout, si en un mot la confiance vient s'ajouter à la stabilité relative obtenue par les compressions budgétaires, la demande de numéraire n'augmentera pas énormément.

D'ailleurs nous ne nous faisons pas d'illusions. Aucune méthode de relèvement financier ne peut donner un complet espoir. Ce sont les faits qui nous apprendront si la méthode est bonne ou mauvaise. De même qu'appliquer à un organisme malade un traitement médical ne peut être qu'empirique, en ce sens qu'il sera justifié ou condamné par les faits, de même, on ne peut prévoir avec certitude les effets d'une méthode économique appliquée à un organisme financier dont tous les rouages sont faussés par l'abus de l'inflation.

Mais, comme le traitement médical, la méthode économique doit cependant s'appuyer sur les données de la science. C'est à cette condition qu'elle sera aussi peu empirique que possible et vraisemblablement sans danger. Car il faut qu'elle soit au moins inoffensive si elle n'est pas salutaire.

Ecartons donc tous les remèdes des « rebouteurs » financiers qui agissent avec leur instinct d'hommes d'affaires, et leur mépris inné du contrôle de la science. Certes il ne faut pas faire fi du savoir pratique ni même de l'imagination financière; mais nous demandons qu'ils se soumettent aux enseignements de la théorie économique, interprétation autorisée des expériences dont l'histoire nous a légué le souvenir.

La méthode élaborée, il faut s'y tenir avec fermeté mais aussi avec souplesse.

En France aucun gouvernement n'a eu, ou n'a voulu avoir, ce qui revient au même, une vue d'ensemble de la situation ni un plan pour y remédier. Aucune directive générale n'a été suivie. Les rares velléités d'actions ont été arrêtées net par les changements de ministère [1]. Il y a donc eu *des* velléités

(1) C'est la supériorité qu'a eu sur nous la Grande-Bretagne. Dès 1917 un Comité avait été constitué en vue de l'étude des problèmes financiers qu'il faudrait résoudre à la fin de la guerre. Dès le mois d'août 1918 ce « Committee on Currency and Foreign Exchanges » publiait un rapport. Que n'avons-nous eu en France un Committee Cunliffe !

d'actions, il n'y a jamais eu *une* volonté d'agir. « Le politique prime l'économique » en France alors que le simple bon sens veut que « l'économique prime le politique ».

C'est d'ailleurs le simple bon sens aussi qui impose à qui s'est endetté au delà de ses ressources l'obligation de faire des économies pour rétablir sa situation. Ce n'est pas l'Etat, c'est la France entière qui s'est endettée pour sauver son honneur et sa vie. C'est ce motif qui devrait l'inciter à restreindre ses besoins. L'Etat devrait lui en donner l'exemple au lieu d'épuiser les forces morales de la nation dans des batailles politiques dont le spectacle actuel est un étonnement douloureux pour tous ceux qui pensent et qui raisonnent.

Mais ce qui est encore plus digne de remarque c'est que l'Angleterre ne s'en est pas tnu à la simple constitution d'une Commission quelconque. Elle a tenu compte des conclusions de cette Commission, et les a mises en pratique. Bien plus, elle s'y est tenue; les changements de ministères n'ont apporté aucune modification profonde de la politique financière.

En France au contraire, la politique financière a été constamment à la remorque de la politique en général.

TROISIÈME PARTIE

L'encaisse métallique utilisée comme « Gold Exchange Standard »

Il résulte de notre deuxième partie, que l'on ne peut espérer revoir avant de longues années un pourcentage normal entre l'encaisse métallique et la circulation fiduciaire, mais que cependant un effort peut-être utilement tenté pour stabiliser la valeur du franc-papier. Cette stabilisation entraînerait presque nécessairement une appréciation de notre unité de compte si le Gouvernement français se décidait à pratiquer une politique ferme et soutenue de compressions dans les dépenses budgétaires.

Nous avons ainsi décomposé le problème. Nous ne nous sommes occupés que de la face interne de la question. Nous n'avons envisagé que les causes intérieures qui agissent sur le prix de la vie et par conséquent sur la circulation fiduciaire. Du moins espérons-nous avoir mis en lumière les actions et réactions réciproques de ces deux phénomènes : le prix de la vie et la circulation fiduciaire. Si, au début, l'inflation a provoqué la hausse des prix, cette hausse a été par la suite activée par d'autres phénomènes, tels que l'accroissement des impôts; à son tour, elle a contribué au développement de l'inflation; d'où nous avons conclu que l'Etat pour arrêter l'inflation devait mettre un terme à l'accroissement du budget, afin de pouvoir fixer les impôts dont l'augmentation amène toujours l'élévation du coût de la vie et par suite le développement de la circulation fiduciaire.

Mais nous n'avons parlé du change, de la valeur du franc-papier à l'extérieur, qu'incidemment, nous promettant d'y revenir plus longuement. Le moment est venu de traiter la question. Comment se pose-t-elle, et en quoi se rattache-t-elle à notre sujet ?

Si le change est actuellement l'indice de la valeur de notre franc, il en est aussi la principale cause.

Quand la livre et le dollar montent, un pays comme la France peut à la rigueur restreindre ses importations, il ne peut les supprimer. Il lui faut des matières premières pour ses industries, il lui faut du blé si sa récolte est déficitaire. Dès lors, les biens importés à grands frais, par suite du change défavorable, sont vendus à un prix élevé à l'intérieur du pays. En outre, l'exportateur français va trouver des débouchés à l'étranger, grâce aux bénéfices qu'il réalisera sur le change; mais il tâchera de s'approprier une partie de ce bénéfice en élevant ses prix autant qu'il le pourra, c'est-à-dire aussi longtemps qu'il ne craindra pas la concurrence des industriels qui approvisionnent le même marché. Cet exportateur aura une tendance à vendre à l'intérieur aussi cher qu'à l'extérieur, d'où élévation des prix intérieurs. Si, de plus, on tient compte des risques actuels du commerce extérieur, dûs aux grandes fluctuations des changes, il est évident que les importateurs et les exportateurs essaieront, si le marché est favorable, de se couvrir en élevant encore leurs prétentions. L'élévation des prix de certaines marchandises entraînera une hausse générale des prix, puisque tous les prix ou presque tous les prix sont solidaires. Or, nous l'avons vu, l'élévation des prix entraîne l'augmentation de la circulation fiduciaire. *Le change a donc actuellement une influence indirecte sur le rapport entre l'encaisse et la circulation.*

Il ne servira donc à rien de stabiliser la situation intérieure si nous ne pouvons la stabiliser à l'extérieur, c'est-à-dire si nous ne pouvons stabiliser les changes.

En dehors d'autres causes déterminantes, la confiance que les étrangers peuvent avoir en notre relèvement monétaire et financier influe grandement sur les cours du change. La fidélité de nos gouvernants envers une sage politique financière

impressionne favorablement l'étranger et tend à faire monter le cours du franc. Cependant la stabilité du change n'est pas, de ce fait, assurée puisque la porte reste ouverte aux influences qui nous sont défavorables et que la spéculation peut du jour au lendemain nous faire perdre une partie du bénéfice résultant de l'effort réalisé à l'intérieur du pays.

Au total, il faut essayer de faire reposer le cours du franc à l'extérieur sur quelque chose de positif permettant de tenir tête à la spéculation, de la limiter entre un maximum et un minimum plus ou moins écartés, qui cependant, barrières infranchissables, empêchent les fluctuations de grande envergure analogues à celles dont nous avons été témoins au début be 1924.

L'encaisse métallique de notre banque peut-elle jouer un rôle en cette circonstance ? Voilà le problème que nous avons à étudier ici.

Nous allons essayer de l'approfondir en recherchant comment se détermine actuellement le cours du change. Nous serons forcément amenés à montrer comment il se déterminait avant la guerre, alors que nous avions une monnaie saine. Puis nous nous demanderons ce qui a été fait en France, pendant et depuis la guerre, pour enrayer la baisse du franc à l'extérieur. Ensuite, nous appuyant sur des exemples historiques, tels que ceux de l'Inde, de l'Argentine et du Brésil, nous rechercherons s'il n'y aurait pas ici une utilisation possible de l'encaisse métallique de la Banque de France.

CHAPITRE PREMIER

Comment se détermine le cours du change

Nous sommes forcés de faire un assez grand détour. Nous ne devons pas commencer, en effet, par rechercher les conséquences de l'inflation relatives au change; il convient de nous placer en présence du fait : la livre sterling vaut 90 fr. au lieu de valoir 25 fr. 221; le dollar se paie 18 et 19 fr. au lieu de 5 fr. 18, etc...

Il n'y a pas là, remarquons-le, une sorte de nouvelle parité. Dans le courant de l'année dernière la cote de la livre sterling a évolué entre 120 et 64 fr. On voit la gêne considérable qui en est résultée pour l'industrie et le commerce français. Sur quel cours peut tabler un industriel ou un commerçant en relations d'affaires avec l'étranger. L'aléa devient énorme. Pertes et gains, au lieu d'être enfermés dans un espace étroit de quelques points, se meuvent entre des chiffres éloignés de 45 à 50 points. Non seulement le franc est fortement déprécié à l'étranger, mais encore, par rapport à lui-même; les cours du change des autres devises sont erratiques et ne semblent obéir à aucune loi bien définie.

Notre dessein est de chercher un remède à cette situation dans une utilisation plus ou moins ingénieuse de notre encaisse métallique. Mais nous ne pouvons entrer brusquement dans le sujet. Il importe de connaître d'abord les influences qui s'exercent sur les cours du change en temps normal, ensuite celles qui agissent présentement. La comparaison de ces deux hypothèses nous révèlera les causes d'équilibre du change qui ont disparu du fait de l'inflation, et nous rechercherons alors comment l'encaisse pourrait être employée à remédier aux conséquences de cette disparition.

1° Le change entre deux pays a circulation d'or

Comment se réalisait l'opération du change lorsque nous avions une libre circulation d'or ?

Le change, au sens large du mot, est « l'*opération qui consiste à se procurer en un lieu donné le moyen d'acquitter une dette ou de transférer des fonds en un autre lieu* [1]. »

Il peut y avoir un change intérieur de place à place; cela ne nous intéresse pas. Actuellement d'ailleurs ce change n'existe plus en France. Nous ne voulons parler que du change extérieur, c'est-à-dire de l'opération qui consiste pour un Français à se procurer à Paris les moyens d'acquitter une dette qu'il a en Angleterre.

Pourquoi procède-t-on à des opérations de change ? Afin d'acquitter les dettes de nation à nation. Ces dettes sont le résultat d'engagements entre ressortissants de différents pays, engagements qui peuvent tous se classer sous les trois rubriques suivantes :

Mouvement international des marchandises et des services;
Mouvement international des capitaux;
Mouvement international des voyageurs.

1° *Mouvement des marchandises et des services.* — Dans notre économie moderne, aucune nation ne peut se passer des autres. D'une part il lui manque soit des matières premières pour son industrie, soit des objets d'alimentation, soit des objets manufacturés; d'autre part, elle possède, au delà des besoins de son marché national, une certaine quantité de biens. Elle est donc forcée d'acheter à l'étranger et de lui vendre.

Du fait des transports des marchandises, et lorsque la marine marchande nationale est insuffisante, une nation doit payer des sommes importantes pour le fret emprunté aux autres nations.

2° *Mouvement des capitaux.* — A notre époque, les transports de capitaux sont très facilement réalisables par suite du développement de certaines pratiques bancaires, telles que le virement. La rapidité et la sécurité des transferts permettent

(1) Jules Decamps : *Les changes étrangers*, 2e édition, Alcau, 1922, p. 1.

aux capitaux de s'employer là où ils sont le plus utiles, ou encore là où ils sont le mieux rémunérés, ou enfin là où la garantie de leur remboursement est la plus sûre.

Les pays dont les nationaux exportent leurs capitaux sont créanciers des pays importateurs non seulement pour intérêts dus mais encore pour remboursement des capitaux; par ailleurs ils sont momentanément débiteurs du montant des capitaux exportés et des commissions de Banque nécessitées par l'opération. Il y a là matière à un actif ou à un passif extérieur extrêmement importants.

3° *Mouvement des voyageurs.* — Ce sont non seulement les hommes d'affaires, mais encore les touristes qui visitent l'étranger pour leurs besoins ou leurs plaisirs.

A son arrivée, l'étranger achète de la monnaie ayant cours légal dans le pays. Il réalise cet achat soit en donnant une certaine quantité de sa monnaie nationale, soit en remettant à un banquier un titre de crédit sur un banquier de son pays; il en résulte pour le pays visité un accroissement de son stock d'or ou de ses créances sur l'étranger, dans tous les cas plus de facilités pour le règlement de ses dettes extérieures.

Quels sont les instruments d'échange utilisés pour les règlements entre nations et quel est le terme commun, l'étalon de tous ses instruments ?

La réponse est plus précise dans le cas de règlements internationaux que dans celui de règlements intérieurs : le seul terme commun, le seul étalon admis entre nations, c'est ici l'or.

Le pouvoir légal d'une monnaie n'a d'autorité qu'à l'intérieur du pays soumis à la législation qui a établi ce pouvoir. Dès que l'on sort des limites de son territoire, ses lois, du moins celles qui sont relatives à la monnaie, perdent leur vertu. Une monnaie exportée n'est plus acceptée que pour sa valeur marchande.

Toute opération de change est une opération de vente ou d'achat de métaux précieux. Le Français qui a une dette à régler en Angleterre est forcé de se procurer des livres sterling. Pour cela, il utilise soit des lingots d'or, soit des mon-

naies d'or françaises qu'il fait transformer à Londres en livres sterling.

Mais lingots d'or et pièces d'or françaises sont acceptées dans les mêmes conditions; suivant leur poids et leur titre ils procurent une quantité déterminée de livres sterling. La valeur légale des pièces n'est plus prise en considération; on ne se préoccupe que de leur valeur marchande déterminée par le prix de l'or qu'elles contiennent exprimé en livres sterling.

Théoriquement, il y a un taux fixe auquel s'échangent les monnaies d'or, puisque la quantité d'or et le titre de chaque monnaie sont déterminés par le législateur dans chaque pays. Chaque monnaie d'or est l'expression particulière d'un poids déterminé de métal. Il est donc possible d'établir un rapport fixe entre différentes monnaies sur un même marché.

Ainsi, un kilogramme d'or fin vaut :

A Paris	francs	3.444,44
A Londres	livres	136,568
A New-York	dollars	664,62
A Berlin	marks	2.790,00, etc...

Ce sont là autant d'expressions monétaires d'une même quantité d'or fin.

Elles sont égales entre elles. Ainsi 3.444 fr. 44 égalent 136 livres 568, 664 dollars 62, 2790 marks, etc...

Il est désormais facile de savoir ce que vaut le franc-or par rapport à la livre sterling. Il suffit de faire une simple règle de trois. Si 136 livres sterling 568 = 3.444 fr. 44, 1 livre = 136,568 fois moins, soit 3.444,44 divisé par 136,568 = 25 fr. 221.

On dit que le pair de la livre sterling en francs est 25 fr. 221. De même le pair du dollar est 5 fr. 1825 et celui du mark 1 fr. 2346.

Mais cela est le pair *théorique* calculé d'après la quantité d'or légalement contenue dans les différentes unités monétaires. En fait il faut tenir compte du frai des monnaies, des tolérances de fabrication et c'est pourquoi les pièces échangées à l'étranger sont pesées comme si elles étaient des lingots.

Nous avons dit que le seul *étalon* d'échange international est l'or, mais l'or n'est pas le seul *instrument* d'échange inter-

national, loin de là. De nos jours, même avant la guerre, les envois effectifs d'or étaient extrêmement rares. Les instruments des échanges internationaux les plus importants sont les titres de crédit tels que lettres de change, coupons et titres d'actions, d'obligations, ou de rentes, les lettres de crédit, etc., en un mot tous les titres de crédit auxquels les ventes et achats de marchandises ou de services, les placements et les ventes de capitaux, le paiement ou l'encaissement des intérêts qu'ils procurent, les dépenses des nationaux à l'étranger donnent naissance.

Tous ces titres ne circulent que parce qu'ils valent de l'or, que parce qu'ils sont payables en or à un endroit donné. Ils ne sont achetés ou vendus qu'en raison de la quantité d'or qu'ils représentent.

Très brièvement, voici comment sont utilisés ces instruments. Les débiteurs français de l'Angleterre achètent aux créanciers français leurs créances sur l'Angleterre. Ils en envoient les titres à leurs créanciers anglais qui se font payer en Angleterre par les débiteurs anglais de la France. Des créanciers français ont-ils tiré des traites sur leurs débiteurs anglais, on dit qu'*ils se sont couverts par voie de traite;* au contraire, des créanciers anglais ont-ils reçu des traites sur leurs nationaux, on dit qu'ils sont *couverts par voie de remise.*

L'opération se réalise encore ainsi : les créanciers anglais et français se couvrent par voie de traite, puis les débiteurs des deux pays se liquident réciproquement par voie de remise. Il y a, en quelque sorte, une certaine partie des dettes et des créances qui se liquide entre les deux pays par compensation, au sens large sinon au sens strictement juridique du mot.

Le plus souvent les dettes et les créances ne sont pas égales. Il reste un solde à liquider. Or même en ce cas on peut recourir au crédit. Si le pays débiteur espère pouvoir rétablir sa situation dans un avenir rapproché, il demandera au pays créancier l'ouverture d'un crédit lui permettant de liquider l'excédent de ses dettes. Le pays créancier y consentira, mais seulement en considération de l'aptitude du pays débiteur à le rembourser prochainement soit en or, soit en effets de change valant de l'or.

Enfin, le pays débiteur peut se libérer par des envois d'or et liquider ainsi immédiatement son passif extérieur.

Toutes les méthodes de change autres que la dernière tendent à éviter les frais et les risques inhérents aux transports de métaux précieux, les frais de refonte et de frappe d'une monnaie en une autre monnaie, et les pertes d'intérêts résultant du temps nécessité par ces opérations.

Dès lors, il apparaît que s'il fallait payer les instruments de change un prix très élevé, dépassant celui qui résulterait d'un envoi effectif de bonne monnaie, le transport de numéraire serait préférable au système de la compensation pour les règlements internationaux.

On en arrive donc à se demander comment se détermine le prix des instruments de change, afin de savoir quand il est ou non avantageux d'expédier du numéraire.

Pour cela, il faut envisager non plus deux places mais une seule.

A Paris, X... créancier d'un Anglais veut vendre une traite qu'il vient de tirer sur son débiteur. Il veut convertir cette traite de 1 livre en francs. C'est comme s'il proposait de vendre un lingot d'or de 7 gr. 3223 (contenance légale de la livre sterling), si bien entendu son débiteur est solvable, si l'effet de commerce est bon. Il désire recevoir cette même quantité d'or exprimée en monnaie nationale; autrement dit, il veut échanger au pair 1 livre contre 25 fr. 221.

Telles sont du moins les dispositions avec lesquelles le vendeur aborde le marché du change. Mais s'il y a concurrence entre plusieurs acheteurs qui ne peuvent s'approvisionner suivant leurs besoins, il attendra l'offre la plus avantageuse et cédera son effet de commerce non plus à 25 fr. 221, mais peut-être à 25 fr. 50, ou même à 26 francs.

Il ne pourra toutefois élever indéfiniment ses prétentions; la prime qu'il réclame ne pourra dépasser le montant des frais de transport du numéraire. A partir de cette limite, les débiteurs de l'étranger préfèreront envoyer de l'or, le règlement de leurs dettes étant, par exception, plus avantageux sous cette forme. C'est ce qu'on appelle le *gold point de sortie*.

A l'inverse, si la concurrence se transporte dans le camp

des vendeurs, le prix d'un effet d'une livre descendra au-dessous du pair et sera par exemple de 25 fr. 10 ou de 25 fr. Là encore, il y a une limite à la baisse. Le créancier de l'étranger peut en effet, au lieu de chercher à vendre sa traite sur le marché national, demander à son débiteur le paiment effectif en prenant à sa charge les frais de transport du numéraire. Quand la perte sur l'effet dépasse ses frais de transport, nous voyons apparaître le *gold point d'entrée.*

Ainsi les fluctuations des cours du change sont resserrées entre deux points déterminés soit en ajoutant au pair soit en en retranchant les frais de transport du numéraire.

Ces deux points sont d'ailleurs variables; les frais peuvent être plus ou moins grands. Ainsi, pendant la guerre, les compagnies d'assurances ont, à un moment, fait monter les primes jusqu'à 2 % par suite des risques résultant de la guerre sous-marine, alors qu'en temps normal elles étaient de 1 pour 1.000 environ. Mais c'est un cas exceptionnel; ordinairement les points d'or d'entrée et de sortie sont relativement fixes.

Le prix des instruments d'échange est en somme déterminé par la loi de l'offre et de la demande dans les limites d'un espace assez restreint tant que les pays en cause ont une libre circulation d'or.

L'abondance des instruments de change sur une place tient à trois causes que nous avons indiquées : l'excédent des exportations provoque un excédent de tirages commerciaux sur les besoins du marché; le placement des capitaux à l'étranger procure aussi des instruments de change, qui représentent des coupons à encaisser et des titres à rembourser; enfin les étrangers et notamment les touristes laissent sur le marché soit de l'or, soit des titres de crédit payables dans leur pays.

Après avoir noté l'action de ces phénomènes sur le niveau du change, il faut étudier la réaction du niveau du change sur ces mêmes phénomènes.

Influence du change sur le commerce extérieur. — Si un pays achète des marchandises dans un autre pays, c'est parce que cela lui est indispensable ou parce qu'il y trouve son avantage.

L'élévation du cours du change ne peut avoir aucune influence sur les achats de marchandises indispensables et qui ne se trouvent que dans le pays à change élevé. Mais elle en a une sur les achats simplement plus avantageux sur cette place que sur une autre. Si l'on obtient sur une certaine place une quantité déterminée de telle marchandise pour X kilos d'or alors qu'on ne l'obtient sur telle autre place que pour X + 1 kilo d'or, à qualité égale, on se fournira sur la première place. Mais si le change sur celle-là s'élève, la prime à payer fera disparaître peu à peu l'avantage et, de plus, le gold point d'entrée étant atteint, l'or y affluera. Son afflux contribuera à faire hausser les prix et finalement, l'avantage disparaissant, l'acheteur s'adressera à la seconde place ou s'abstiendra.

Il en résultera dans le pays à change élevé, c'est-à-dire dont la devise sera chère, une diminution des exportations tandis que les importations auront une tendance à y augmenter puisqu'on les y paiera facilement grâce à l'abondance des effets de change. Le renversement de la balance commerciale tendra ensuite à faire baisser le change. Le prix de la devise exprimé en or diminuera précisément parce qu'il avait augmenté.

Influence du change sur les voyageurs. — Lorsque le prix de la devise d'un pays est élevé, il en résulte une diminution du nombre des visiteurs. Ceux-ci, en effet, perdront au change d'abord, ensuite se trouveront avec des disponibilités diminuées par cette perte dans un pays où le prix de la vie augmente.

Au contraire, les nationaux du pays à change apprécié se procureront à bon compte des séjours à l'étranger. D'une part, il y aura diminution des effets de change dans leur pays, d'autre part augmentation des effets de change sur ce pays dans les pays visités.

Influence du change sur les capitaux. — Le pays à change apprécié a trop de disponibilités; c'est pour cela que son change est élevé. La rémunération des capitaux y est faible. Ceux-ci chercheront des emplois plus avantageux sur les

places étrangères par achat ou souscription de titres. Le pays à change apprécié se trouvera donc momentanément débiteur du montant de ces achats, ce qui contribuera à faire baisser le cours du change. Au contraire, le pays à change déprécié dans lequel il y a élévation du taux de l'intérêt et affaissement des cours se trouvera momentanément créancier de capitaux.

Enfin, il y a d'autres opérations provoquées par l'élévation du change sur une place, et qui tendent à limiter, à l'intérieur des gold points, les fluctuations qui peuvent se produire. Nous voulons parler des arbitrages. Dans la pratique, les débiteurs et les créanciers qui sont en règlement de compte avec l'étranger ne cherchent pas à vendre directement leur traite à un débiteur ou à en acheter une d'un créancier afin de l'envoyer à l'étranger. Tous les achats et tous les règlements sont accomplis par des banquiers spécialisés. Un créancier de l'étranger, qui a tiré une traite, la négocie à l'un de ces banquiers qui la conserve comme couverture de change. Quand un débiteur de l'étranger vient demander à celui-ci un moyen de règlement, le banquier lui vend un tirage sur sa propre succursale à l'étranger, ou sur une banque étrangère avec laquelle il est en relation. Chaque créancier ou débiteur de l'étranger se préoccupe de recevoir du banquier de son pays ou de lui payer le montant de l'engagement en question. Ensuite, les banquiers s'arrangent entre eux.

La plupart des effets internationaux sont soit des tirages directs sur des banques, soit des effets portant l'acceptation de banques.

Les banquiers qui s'occupent d'opérations de change possèdent des « masses de manœuvre » dont ils peuvent disposer avec une certaine liberté. Ils en usent de façon à stabiliser les changes dans certains cas. Ainsi, lorsque, par suite d'un décalage des échéances, la livre sterling exprimée en francs est bon marché à Londres et chère à Paris, le banquier anglais offre des tirages en francs sur son marché ce qui tend à déprécier le franc à Londres et par conséquent à apprécier la livre par rapport à lui. Au contraire, le banquier français jette des tirages en livres sur le marché de Paris, ce qui tend à déprécier la livre; son achat nécessitera une moins grande

quantité de francs, et l'équilibre entre les deux places se rétablira. C'est ce que l'on appelle un *arbitrage direct.*

Jusqu'ici, nous avons raisonné en envisageant seulement deux places. Pour rendre compte de toute la réalité, il faut adapter les connaissances que nous avons aux tractations de l'ensemble des places qui sont en relation d'affaires. Le passif et l'actif d'un pays vis-à-vis de toutes les places étrangères constituent un bloc qu'il faut considérer dans son ensemble pour déterminer l'offre et la demande d'instruments de change. Un pays peut-être uniquement débiteur vis-à-vis d'un autre pays et cependant régler facilement ses dettes s'il est créancier d'un troisième. Ainsi, l'opération d'arbitrage peut s'effectuer en grand et tendre au nivellement des cours du change sur toutes les places qui sont en rapports.

Prenons trois places seulement pour la facilité de l'exposition : Londres, Amsterdam et Paris. Londres est créditrice de Paris et débitrice d'Amsterdam; cette dernière est débitrice de Paris. Il y a donc à Paris manque d'effets sur l'Angleterre, et pléthore de tirages sur la Hollande. Mais comme Amsterdam possède trop de tirages sur Londres, Paris achètera à Amsterdam, grâce à son excédent de créances sur cette place, l'excédent des créances d'Amsterdam sur Londres. Amsterdam achètera à Londres des créances sur Paris et Londres achètera à Paris des créances sur Amsterdam. Il se produira, grâce à ses mouvements de ventes et d'achats, une stabilisation.

On peut envisager cette opération sur quatre, cinq, six places et plus. Pour en avoir une image dans l'esprit, il faut se représenter plusieurs vases communiquants. Quand une poussée est exercée brusquement sur le liquide de l'un des vases, elle se reproduit alternativement dans les autres; il se produit des hauts et des bas jusqu'au moment où le liquide agité se calme; alors le niveau devient le même dans chacun des récipients.

Notons encore l'influence de la spéculation. Les opérations d'arbitrage sont réalisées en principe pour aider à l'ajustement des offres et des demandes de change sur les différents marchés; en fait, elles laissent aux banquiers qui les exécutent

des bénéfices résultant des différences de cours qu'il s'agit précisément de supprimer.

L'espoir du gain est au fond le vrai moteur des opérations d'arbitrage, cependant il y a aussi la nécessité d'opérer certains règlements. Mais, pour certains spécialistes de la spéculation, l'appât du gain est le seul mobile. Il y a quelques valeurs mobilières internationales qui sont cotées sur toutes les grandes places du monde. Leur valeur reste relativement stable par rapport à l'or. Elles sont donc chères dans un pays dont la monnaie est dépréciée, et bon marché dans un pays dont la monnaie fait prime.

Le spéculateur achète ces valeurs sur le marché où elles sont peu chères. Ce faisant il augmente le nombre des acheteurs de change et provoque parmi eux la concurrence. En conséquence la monnaie de ce pays tend à baisser. Si c'est à Londres, la livre sterling baissera puisqu'elle sera plus offerte en paiement, et, de plus, puisque la quantité de change disponible aura diminué relativement aux besoins, il faudra plus de livres qu'auparavant pour acheter le même effet de change.

Ensuite le spéculateur viendra vendre, à Paris par exemple, là où le change est déprécié, son titre de valeur internationale. Celui-ci lui procurera plus de francs, *monnaie dont il espère l'appréciation prochaine.*

Il faut enfin parler de l'influence du taux de l'escompte sur le change.

Pour bien comprendre le mécanisme des actions et des réactions du taux de l'escompte, on se rappellera que seul le taux de l'escompte de la place sur laquelle l'effet de change est payable doit être pris en considération. Ainsi, lorsqu'un effet est payable en francs, c'est le taux d'escompte pratiqué sur la place de Paris dont il faut se préoccuper; si l'effet est payable en sterlings, c'est au taux pratiqué sur la place de Londres qu'il faut se reporter.

Lorsque, dans un pays, la limite du gold point de sortie de l'or est atteinte, l'institut d'émission élève le taux de son escompte. Il restreint ainsi le nombre des demandes d'escompte à l'intérieur du pays, cette opération devenant

trop onéreuse. C'est la porte de sortie de l'or qui se rétrécit si elle ne se ferme pas complètement. Le commerçant ou l'industriel qui désirait escompter un effet de commerce tiré sur un compatriote, afin de pouvoir expédier immédiatement de l'or à l'étranger et y régler une dette, s'abstiendra et essayera de se procurer de l'or d'une autre façon, à moins qu'il ne diffère son paiement à l'étranger.

D'une part, il va se produire une restriction des demandes d'or ou des effets sur l'étranger; d'autre part, les commerçants et industriels, qui ont absolument besoin d'or, vont vendre les valeurs qu'ils ont en portefeuille. Les cours de la Bourse vont baisser et, attirés par les bas prix, les capitaux étrangers vont affluer. Les capitalistes étrangers vont même prêter des capitaux aux Banques du pays dont le taux d'escompte est élevé. Un Anglais, par exemple, peut acheter 26 francs avec une livre sterling; par ailleurs il ne peut placer son argent en Angleterre qu'à 3 % alors qu'à Paris on lui consentira 4 %, par suite de l'élévation du taux de l'escompte et de la hausse générale du loyer de l'argent qui en est résultée. Il a donc doublement avantage à transférer en France ses capitaux de spéculation : il va toucher un intérêt plus élevé qu'en Angleterre après avoir acheté 26 francs avec une livre sterling, sans compter qu'il peut espérer acheter, sous peu, plus d'une livre sterling avec cette même somme.

Ainsi la dépréciation de la monnaie attire les capitaux étrangers et la hausse du taux de l'escompte, en provoquant l'affaissement des valeurs de Bourse, stimule ce mouvement. L'afflux des « crédits de spéculation » permet au pays à monnaie dépréciée de rétablir sa situation. Pour reprendre l'exemple de tout à l'heure, l'Anglais qui aura acheté des valeurs françaises, fournira des livres sterling à la France : les disponibilités de change de la France vont donc se trouver augmentées. Il est bien évident que la situation de la France sera précaire si la dépréciation de sa monnaie n'est pas simplement momentanée, car il lui faudra bientôt rembourser les crédits qui lui auront été accordés, sinon sa Bourse s'alourdirait de toutes les offres de valeurs mobilières faites par les étrangers qui ont apporté leurs capitaux en France dans

l'espoir d'un relèvement du franc et qui seraient obligés de liquider leurs positions

C'est donc la balance des comptes qui joue, en tout cela, le rôle principal, puisque le relèvement de la monnaie dépréciée escompté par les spéculateurs ne peut provenir que d'un excédent de créances sur l'étranger. Les crédits de spéculation ne sont qu'un appoint, qu'un régulateur du mécanisme du change.

Remarquons encore, à propos du taux de l'escompte et de son influence sur le change, que son élévation à Paris par exemple, provoque la dépréciation de tous les effets de change exprimés en francs, et cela sur toutes les places. En effet, une lettre de change de 100 francs à trois mois qui avec un taux de 3 % était vendue 99 fr. 25 ne sera plus vendue que 99 fr., si le taux d'escompte s'élève à 4 %, bien que de toutes façons l'acheteur touche 100 francs à l'échéance. Si, de plus, celui-ci a payé ces 99 francs avec une monnaie qui fait prime et que, dans l'espace qui sépare l'achat de l'échéance, le franc reprenne sa valeur par rapport à cette monnaie, on comprend que l'acheteur ait fait une excellente affaire.

L'élévation du taux de l'escompte, d'ailleurs, en faisant baisser la valeur du franc, tend à en diminuer l'offre et par conséquent à en relever le prix. C'est, au total, un remède homéopathique.

Quand la hausse du franc se produit le spéculateur rachète la devise qu'il avait vendue pour acheter du franc et réalise ainsi le bénéfice de son opération.

Le taux de l'escompte influe sur les papiers longs qui seuls fournissent matière à placements temporaires. Il est avantageux d'acheter un effet soumis à un taux d'escompte élevé puisque l'acheteur voit soustraire du prix total de l'effet le montant du taux de l'escompte et qu'à l'échéance il touche la totalité de la valeur de l'effet. Les vendeurs au contraire se font rares, il s'agit pour eux d'un emprunt à un taux très élevé.

Par conséquent, si l'on se rappelle que le taux d'escompte à envisager pour la négociation d'un effet est celui de la place sur laquelle il est payable, c'est-à-dire Paris pour un effet

payable en francs, Londres pour un effet payable en sterlings, etc..., il suffit que la place dont la devise est dépréciée, par suite de trop d'offres et de peu de demandes, élève le taux de son escompte pour retourner la situation de sa monnaie dans le monde entier. Elle déprécie brusquement sa propre devise sur le marché mondial et, par suite, fait reculer les vendeurs devant une perte exagérée tout en stimulant les acheteurs par l'appât d'un gain pouvant résulter de l'achat à bas prix et de l'espoir de relèvement de la devise en question. L'élévation du taux de l'escompte décourage les baissiers et encourage les joueurs à la hausse. Le baissier vend parce qu'il craint une dépréciation des effets qu'il a en portefeuille. Si cette dépréciation se produit avant qu'il ne puisse agir, au lieu de subir une perte, il conservera son effet dans l'espoir d'une appréciation future. Le haussier, au contraire, achète à bas prix dans l'espoir d'une hausse. Quand l'élévation du taux de l'escompte aura atteint son maximum, il achètera puisque les prix seront aussi bas que possible.

Le joueur à la baisse ne peut pas s'obstiner indéfiniment. Sinon, il déprécierait encore la devise qu'il négocie. C'est peut-être son but, mais il ne peut aller jusqu'à vendre à découvert dans l'espoir d'un effondrement des cours. Cet effondrement ne peut, en effet, se produire, si nous envisageons un pays à libre circulation d'or. Au moment de l'échéance des effets négociés à bas prix, il se produit une sortie de numéraire, en mettant les choses au pis. Il en résulte une raréfaction du numéraire à l'intérieur du pays attaqué par la spéculation, ce qui provoque une baisse des prix et donc des achats de l'étranger. Ainsi se reconstitue une couverture de devises étrangères qui permet, au pays en question, de se porter acquéreur, s'il en est besoin, de sa propre devise. La sortie d'or pourra d'ailleurs se produire avant l'échéance des effets; elle aura pour but d'acheter ceux-ci au moment où ils sont bon marché. C'est ainsi qu'un pays à change déprécié par suite d'une insuffisance de couverture sur l'étranger peut régler ses dettes avant terme et à bon compte en se servant de son or. Il vaut mieux payer immédiatement 990 fr. plutôt que 1.000 fr. dans trois mois, si pendant ces trois mois on ne peut trouver

un placement qui procure au moment du remboursement plus de 1.010 francs.

Remarquons en terminant que le plus souvent cette sortie d'or ne sera pas nécessaire. Les spéculateurs à la baisse ne s'obstineront pas contre une position finalement inattaquable jusqu'à l'épuisement de leurs propres forces.

Par ailleurs, le libre jeu de la spéculation, favorisé par l'élévation du taux de l'escompte, suffira pour rétablir l'équilibre.

Puis l'obtention de crédits de change à l'étranger permettra par des opérations d'arbitrage de tenir tête, si la crise ne résulte que d'un déséquilibre *momentané* de la balance des comptes.

C'est donc seulement au cas d'un déséquilibre permanent et lorsque les opérations mentionnées ci-dessus ont été inefficaces que des sorties d'or effectives, raréfiant les moyens de paiement et par suite entraînant la baisse des prix à l'intérieur, pousseront les étrangers à acheter dans le pays à change déprécié. Finalement, la balance des comptes s'équilibrera, et la monnaie reviendra au pair. Cela est inéluctable, tant que le pays en question possède une monnaie saine, tant qu'il en a suffisamment et tant qu'il n'est pas agité par des troubles intérieurs tendant à réduire anormalement sa production. Les baissiers qui auraient vendu à découvert se verraient contraints au bout de peu de temps de racheter pour tenir leurs engagements à des taux plus élevés que leurs taux de vente.

Telles sont, résumées, les conditions dans lesquelles se détermine le cours du change entre pays ayant une libre circulation d'or, et dont les stocks monétaires sont en quantité suffisante par rapport au nombre de leurs habitants et à l'activité de leur production et de leurs échanges.

Le change entre un pays a circulation d'or et un pays a monnaie de papier

Que se passe-t-il, si l'on envisage les rapports d'un pays à libre circulation d'or, et d'un pays à circulation de monnaie de papier trop abondante et où la liberté du commerce de l'or n'existe plus ?

Reprenons, suivant la même méthode, l'exposé que nous venons de faire.

Il est bien évident que ce sont les mêmes causes qui provoquent les opérations de change : mouvement international des marchandises, des services, des capitaux et des voyageurs.

Mais les instruments de change ne sont plus tout à fait les mêmes. Il y a toujours, dans les deux pays, des effets de change, des titres de crédit et des valeurs mobilières; mais l'exportation du numéraire est interdite pour l'un d'eux. C'est, vis-à-vis de l'autre, comme si ce pays n'en possédait pas, réserve faite du facteur psychologique.

Les deux devises en présence continuent d'être appréciées en fonction de l'étalon international des valeurs, c'est-à-dire qu'elles représentent un poids d'or déterminé. Déjà apparaît une cause de dépréciation du change dans le pays usant de la monnaie de papier. La dépréciation extérieure résulte de la dépréciation intérieure. A l'intérieur, malgré le pouvoir d'achat légal de la monnaie de papier, l'or devient par rapport à elle une marchandise comme les autres. Etant donné que l'inflation, corrélative à l'emploi d'une monnaie de papier, entraîne toujours une hausse des prix, le prix de l'or va monter. Ainsi en France, pour obtenir 1.000 grammes d'or, ce n'est plus 3.444 fr. 44 qu'il faudra débourser, mais 4.000 ou 5.000 fr. et plus en papier. Pour acheter par conséquent une devise étrangère, qui vaut de l'or, il faut payer une prime qui peut être très élevée. D'où dépréciation extérieure de la monnaie de papier.

Remarquons seulement que le change ne se déprécie pas *forcément* du seul fait de la prime de l'or. Si l'on se reporte à ce que nous avons dit des conditions dans lesquelles se détermine le cours du change, on constate que tout peut se passer sans qu'il y ait, matériellement parlant, des règlements en or. Si la balance des comptes du pays à monnaie de papier se solde par un crédit important, il sera offert sur cette place beaucoup d'effets sur l'étranger. Dans l'autre pays, au contraire, on demandera beaucoup d'effets sur le pays à monnaie de papier et ces effets seront peu offerts. Le change pourra donc être favorable pour le pays à monnaie de papier. Ici, non

seulement la loi de l'offre et de la demande joue normalement, mais encore sur la place créditrice les créances sur l'étranger continuent à représenter de l'or puisqu'elles sont payables en or. C'est comme si, pour ses règlements extérieurs, le pays à monnaie de papier disposait d'or.

Cependant, dira-t-on, si le gold point de sortie est supprimé, soit parce qu'il n'y a pas d'or, soit parce que son exportation est interdite, le gold point d'entrée, lui, existe toujours. Le créancier de l'étranger qui peut avoir de l'or, n'échangera pas son effet contre une monnaie de papier dépréciée sans exiger une prime correspondante à cette dépréciation. Comme la loi de l'offre et de la demande l'empêche d'être exigeant, il réclamera de l'or à son débiteur réel, et le fera venir à ses frais. (L'importation de l'or n'est pas interdite.) C'est exact, mais il y a une objection. Le créancier qui agira ainsi ne pourra utiliser dans son propre pays l'or qu'il aura importé qu'en raison de la valeur nominale qu'il représente légalement. Le législateur n'ayant pas, par hypothèse, consacré la dépréciation du papier monnaie, punit sévèrement ceux qui vont à l'encontre de sa volonté. De plus, le créancier ne peut dans la suite, utiliser son or pour des règlements à l'extérieur puisque l'exportation en est interdite.

Il faut bien avouer cependant que la volonté du législateur ne peut pas grand'chose contre les lois économiques. A valeur nominale égale, l'homme préfère posséder une monnaie dont la valeur marchande est supérieure. Aussi le créancier en question fera-t-il recouvrer son effet à l'étranger, en or, puis verser cette monnaie à son compte dans une Banque du pays à libre circulation d'or.

Au point de vue des cours du change, cette opération produira le résultat suivant :

Si le créancier qui a fait porter le montant de son effet au crédit de son compte dans une banque étrangère veut délibérément reconstituer sa fortune à l'étranger et garder pour lui seul les disponibilités de change qu'il détient ainsi, le cours de sa monnaie nationale baissera, puisqu'il ne se maintenait aux environs du pair que grâce à l'excédent de créances du pays sur l'étranger. Cet excédent n'a pas disparu, il est vrai,

mais il est en quelque sorte thésaurisé, et thésaurisé à l'étranger. Le détenteur ne l'utilise que dans la limite de ses propres besoins, ou ne le cède que lorsqu'il peut en retirer un bénéfice au moins égal à la dépréciation de sa monnaie de papier par rapport à l'or.

Si, au contraire, se couvrant par voie de traite, il négocie cette traite, même à l'étranger, afin de se faire payer en or, et qu'il désire cependant rapatrier son avoir, il aura bien momentanément fait baisser le cours de sa propre devise sur son marché national, mais lors du rapatriement la situation se trouvera rétablie conformément à la véritable balance des créances et dettes de son pays.

Dans le cas d'une balance des comptes favorable la situation d'un pays à monnaie de papier doit se rétablir rapidement à deux conditions : d'abord qu'une politique vexatoire au point de vue fiscal ou au point de vue de l'ordre intérieur ne vienne pas encourager, par la crainte de l'avenir, les exportations définitives de capitaux; ensuite que l'inflation, en dépréciant continuellement la monnaie de papier, ne rende pas inutile l'effort accompli par les exportateurs. L'absence de cette seconde condition favoriserait comme la première l'évasion définitive des capitaux mobiliers.

Ainsi, dans un pays à monnaie de papier, si la balance des comptes est favorable, si le Gouvernement pratique une sage politique fiscale et financière, le régime du papier-monnaie est appelé à disparaître [1]. Les changes seront stables, les opérations d'arbitrage étant possibles; la spéculation encouragée par l'espoir d'un relèvement y contribuera elle-même par des achats de capitaux là où ils sont peu chers, le taux de capitalisation étant élevé en général là où la monnaie est dépréciée. La hausse du taux de l'escompte conservera toute son efficacité grâce à l'espoir d'un relèvement des cours de la monnaie dépréciée.

Si maintenant nous envisageons un pays à monnaie de papier dépréciée dont la balance des comptes est au contraire

(1) Le Point d'or d'entrée ne jouant pas, et l'inflation étant arrêtée, les exportations peuvent se développer normalement.

en déficit, tout change. Non seulement les acheteurs de change sur l'étranger vont payer la prime de l'or, mais encore, du fait de la loi de l'offre et de la demande, ils paieront plus que cette prime. Si à Paris, par exemple, le dollar vaut 6 fr. du fait de la prime de l'or, les débiteurs qui cherchent des remises sur New-York le feront monter à 6 fr. 50 ou 7 fr. par suite de l'abondance des demandes .

Est-il possible d'en conclure que la prime du change étranger va encourager normalement les exportations et réduire les importations ?

Dès l'abord, remarquons qu'ici le gold point de sortie ne joue plus pour enrayer la baisse de la monnaie nationale, la réaction qu'il engendre normalement ne peut se faire sentir. Il n'y a plus raréfaction de numéraire, il ne peut plus y avoir diminution des prix. Bien plus, les importateurs cherchent à regagner sur la vente à l'intérieur la perte qu'ils supportent du fait des changes défavorables.

Les prix intérieurs ne s'élèvent pas dès le début en fonction de la dépréciation extérieure du papier; par suite, il se produit momentanément une baisse relative des prix exprimés en papier par rapport à ce même étalon. Grâce au change favorable pour l'étranger, ce dernier achète avec son or une quantité de monnaie de papier nominalement plus grande et peut, en l'utilisant à l'intérieur du pays, se procurer une quantité de marchandises plus grande qu'avant l'inflation, puisque, nous le répétons, la hausse des prix ne suit pas immédiatement la dépréciation du papier. Mais, dès que les importateurs cherchent à regagner leur perte au change, les prix intérieurs s'élèvent. Si cette perte est plus forte que celle qui résulte de la prime de l'or (ce qui se passe dans le cas d'une balance défavorable) les prix vont hausser en termes absolus par rapport à l'or, et l'étranger n'aura plus intérêt à acheter sur le marché du pays à monnaie de papier. Dans ce cas, la hausse du change étranger ne provoquera donc pas dans le pays dont il s'agit un développement des exportations. J'entends bien que les exportateurs auront intérêt à exporter plus que jamais tant que la prime de l'or ne se sera pas répercutée sur les prix intérieurs. Mais à partir de ce moment, et

surtout quand l'élévation des prix intérieurs aura dépassé la prime de l'or, ils ne trouveront plus de débouchés. Il faut donc s'entendre sur la question de savoir si le change déprécié résultant de l'emploi d'une monnaie de papier stimule les exportations. C'est par l'affirmative qu'il faut la trancher si la balance des comptes est favorable; c'est par la négative, si cette même balance est défavorable.

Enfin, dans ce dernier cas, si l'espoir de relèvement financier du pays est très incertain, la spéculation loin de rétablir normalement les changes tendra à aggraver la situation. Les baissiers auront beau jeu. La hausse du taux de l'escompte ne pourra les effrayer outre mesure. Ils vendent à découvert en perdant 1 fr. par exemple sur un effet de 100 fr.; mais ils livrent ensuite après avoir acheté à 95 fr. Si le marché attaqué ne trouve pas le moyen de susciter des acheteurs de sa devise (et ce sera difficile, si l'espoir de relèvement est incertain), les vendeurs à découvert « joueront sur le velours ».

Nous avons montré deux situations extrêmes qui correspondent cependant à des réalités, mais il y a place pour une foule d'autres : notamment celle d'un pays à monnaie de papier déprécié, à balance des comptes défavorable, mais qui, grâce à des efforts bien coordonnés, marque chaque jour un progrès dans sa situation.

Remarquons toutefois que, dans ce dernier cas comme dans le précédent, la porte reste ouverte à la spéculation des baissiers. Par suite de la suppression du gold point de sortie, des vendeurs à découvert trouvent des acheteurs parce qu'il y a de nombreux règlements à faire et qu'il y a peu de papiers sur l'étranger.

Pour nous résumer, le change d'une monnaie de papier en monnaie d'or se fait à un taux très élevé pour le pays dont la monnaie est dépréciée, parce que le prix de l'or suit la hausse des prix de toutes les autres marchandises. Le taux du change du franc-papier en dollars est bien au-dessus de 5,18 parce que le franc-papier ne paie plus 1 fr. or mais 0 fr. 40 ou 0 fr. 30 or. Il y a d'abord la prime de l'or à payer.

Par ailleurs, si la balance des comptes est favorable, la prime de l'or tend à disparaître, parce que les nationaux du

pays à monnaie dépréciée disposent de créances en or pour payer leurs dettes extérieures. Les créances sur l'étranger valant de l'or se vendent à bas prix par suite de leur abondance. Mais il faut pour cela que le relèvement monétaire du pays en question soit en bonne voie; il faut que tout le monde espère l'amélioration du change. Sinon les créanciers nationaux de l'étranger exporteraient leurs créances dans le pays où elles sont payables en or et reconstitueraient au loin une fortune en monnaie stable. Il se produirait une évasion des capitaux [1]. Les spéculateurs à la baisse de toutes les nations vendraient à découvert les devises en monnaie dépréciée, et les livreraient après les avoir achetées à un taux plus bas que celui auquel ils les auraient vendues .

Le pays à monnaie dépréciée, pauvre en moyens de paiement tant en créances qu'en or, pourra peut-être payer ses dettes extérieures, mais ne pourra s'opposer à la spéculation s'il n'inspire pas confiance. Même en cas de balance des comptes favorable, si une sage politique ne soutient pas la confiance des nationaux et des étrangers, un pays à monnaie de papier court à la ruine.

La confiance joue un rôle encore plus grand dans le cas où la balance des comptes du pays à monnaie dépréciée est défavorable. Alors la gêne de ce pays est encore plus grande et les baissiers ont, contre lui, la part plus belle. Seuls des crédits de spéculation peuvent sauver sa situation, et, pour en obtenir, il faut faire entrevoir à l'étranger de sérieux espoirs de relèvement.

Pour remédier aux situations que nous venons d'examiner, l'encaisse métallique d'un grand institut de crédit tel que notre Banque de France peut-elle être utilement employée ?

C'est ce que nous allons examiner. Mais il importe de donner d'abord un aperçu de la situation de la France.

(1) C'est ce qui s'est passé en Allemagne entre la fin de la guerre et 1924. L'opération a même été réalisée avec méthode par les grands industriels. La faillite de l'Allemagne n'en a été que plus rapide et plus considérable. Une fois la réforme monétaire effectuée, une fois la monnaie stable rétablie, tous les capitaux exportés ont été réimportés. Aussi l'industrie allemande a très peu souffert de la crise monétaire. Seuls les rentiers et les petits industriels se sont trouvés ruinés.

CHAPITRE II

La situation financière de la France au point de vue extérieur Remèdes employés pour faire face au déficit de la balance des comptes et aux attaques de la spéculation

---

Il est indispensable de connaître une situation avant de préconiser un remède.

L'encaisse de la Banque de France est éventuellement la seule assiette métallique de tous les titres de crédit qui servent actuellement de moyens de paiement puisque c'est le seul stock de bonne monnaie que nous possédions. Bien qu'il y ait une disproportion choquante entre son importance et celle du crédit qu'elle garantit, toute la situation financière de la France y reste cependant liée. Résumons rapidement cette situation.

Avant la guerre, la France était, selon la formule consacrée, « créancière partout, débitrice nulle part ». La guerre a complètement retourné la situation. D'abord une perte, sans profit aucun, résulte de la disparition de notre actif de change sur la Russie. Les Républiques ouvrières et paysannes, socialistes et soviétiques de toutes les Russies se refusent non seulement à payer, mais encore à reconnaître les dettes du gouvernement tzariste à l'égard des capitalistes français. La reconnaissance *de jure* des Soviets par la France a pu d'abord encourager quelques espoirs de recouvrement de nos créances. Actuellement, il semble qu'elle nous ait apporté la certitude que nous ne reverrons jamais grand'chose [1]. Bref, ce sont

(1) Le gouvernement Soviétique a en somme adopté l'attitude suivante : nous ne reconnaissons pas les dettes du gouvernement Tzariste et cela en principe ; cependant, si vous voulez bien nous prêter de l'argent pour nous tirer d'affaire, peut-être les reconnaîtrons-nous un jour. Mais avant toute discussion donnez-nous de quoi vivre, nous ne parlerons qu'après. Or aucun homme de bon sens ne peut, semble-t-il,

environ 12 à 15 milliards de francs-or [1] qui nous sont dûs et dont nous ne touchons aucun intérêt. La valeur des titres russes évolue aux environs de 15 francs. Ces titres et les coupons payables étaient pour nous des disponibilités de change qui ont disparu. Cette perte a son importance !

Mais voici qui est plus grave. Pendant la guerre notre territoire envahi a été improductif; dans l'ensemble du pays la quantité de travail fourni a diminué notablement puisque nous avions 6.737.000 hommes mobilisés. D'un autre côté les besoins se sont trouvés augmentés du fait de la guerre. De cet ensemble de circonstances, il est résulté un formidable déficit de notre balance commerciale. Ce déficit n'a pas été comblé depuis la fin de la guerre, parce que notre sol pillé et dévasté n'a pu être rendu du jour au lendemain à la production, parce que 1.364.000 hommes dans la force de l'âge ont disparu et que 748.000 sont des blessés atteints d'incapacité totale. Encore ne comptons-nous pas les hommes atteints d'incapacité partielles, ni ceux qui ont échappé aux statistiques et que la guerre a déséquilibrés. En outre, jusqu'ici, c'est à nos frais que nous avons relevé nos ruines : l'Allemagne, après avoir solennellement reconnu ses fautes, a voulu ne pas les réparer et n'a reculé devant aucun moyen, même frauduleux, pour échapper à ses responsabilités. Ainsi, une partie de nos ressources, au lieu d'être utilement employées au développement de notre production normale, a été et est encore immobilisée pour le rétablissement d'entreprises qui commencent à peine à produire.

souscrire à une telle solution. Non seulement, on ne nous promet pas fermement de reconnaître et de payer ce qui nous est dû, mais encore on nous demande d'autres capitaux que nous ne sommes pas plus sûr de revoir que les premiers. Notons encore qu'il se mêle à tout cela des questions politiques, et que les capitaux que nous enverrons en Russie serviront peut-être à renforcer la propagande bolcheviste dans le monde entier et notamment en France : nos capitaux serviraient ainsi à leur propre destruction, puisque la doctrine bolcheviste a pour but bien défini la destruction du capitalisme.

(1) D'après une évaluation récente, notre créance sur la Russie atteindrait 25 milliards de francs-or ? Tel est le chiffre donné par diverses associations de porteurs de fonds russes à la Commission des experts franco-russe.

Or, le déficit de notre production, dont nous travaillons à supprimer la cause principale, comment l'avons-nous comblé ? A l'aide d'importations beaucoup plus élevées qu'autrefois, et que nous avons réglées au moyen d'emprunts souscrits ou de crédits accordés par nos alliés, notamment par l'Angleterre et les Etats-Unis. Il s'agit aujourd'hui de rembourser ces crédits, d'amortir ces emprunts, en attendant, d'en payer des intérêts.

Notre *balance commerciale*, en déficit pendant longtemps et pour des sommes énormes, semble heureusement se rapprocher depuis 1924 de l'équilibre et tendre même vers l'excédent. D'autre part, les étrangers affluent en France et nous apportent des moyens de change.

Mais nous avons des dettes considérables, notre flotte de commerce est encore trop faible, le fret anglais nous coûte cher, de sorte que notre *balance des comptes* reste nettement défavorable.

Voici des chiffres.

Notre passif d'abord :

Vis à vis de l'Angleterre : 1° Dette politique, c'est-à-dire crédits ouverts directement par la Trésorerie britannique y compris les intérêts capitalisés : 15.275 millions de francs-or, et au cours du change (L = 90 fr.) environ : 54.379 millions de francs-papier; 2° Dette commerciale, c'est-à-dire bons du Trésor français escomptés par la Banque d'Angleterre, et emprunts émis directement sur le marché anglais : 1.387 millions de francs-or, et au cours du change (L. = 90 fr.), environ, 5 milliards. soit au total : 16.662 millions de francs-or (au cours du change : 59.379 millions de francs-papter).

Vis-à-vis des Etats-Unis : 1° dette politique : 18.200 millions de francs-or et, au cours du change ($ = 19 fr. environ), 65.500 millions de francs-papier; 2° Dette commerciale approximativement 1.077 millions de francs-or, et, au cours du change ($ = 19 fr.), 3.803 millions de francs-papier. Au total : 19.077 millions de francs-or (63.182 millions de francs-papier).

En résumé, nous devons à l'Angleterre et aux Etats-Unis : 35.739 millions de francs-or, soit, au cours du change, environ,

122.561 millions de francs-papiers (livre à 90 fr., dollar à 19 fr.).

Il faut ajouter à ces chiffres l'achat des stocks américains et anglais laissés en France, soit environ 2.300 millions de francs-or. Leur liquidation n'a laissé qu'un très médiocre bénéfice, l'opération ayant été lamentable !

Nous avons encore des dettes vis-à-vis du Japon, de l'Espagne, de l'Argentine, de la Hollande et de l'Uruguay.

Il faut compter au total une dette extérieure de 38.794.936.000 francs-or, ce qui donne en francs-papier une somme approximative de 150 milliards.

Notre actif extérieur est, hélas, beaucoup moins élevé.

L'Italie, la Belgique et la Petite Entente nous doivent de 5 à 10 millards de francs-or. Mais ces nations sont aussi endettées que nous. Notre créance n'est pas excellente...

Quant à l'Allemagne, elle devait en principe réparer tous les dommages qu'elle a causés aux biens et aux personnes. Ces dommages, il s'agissait d'abord de les évaluer. En France, M. André Lefèvre, au nom de la Commission du budget, les avait estimé à 176 milliards de francs-or. Remaniée, cette évaluation est tombée au chiffre de 140 à 150 milliards. Mais, en tenant compte des dommages subis par tous les alliés, on arrivait à la somme fantastique de 4.500 milliards, « résultat tel qu'il perd toute signification ». Aussi a-t-il fallu songer à limiter le montant de l'indemnité de guerre due par l'Allemagne. Des divergences de vues se sont produites entre Alliés : l'Angleterre, ayant peu souffert de dommages causés aux biens, a appuyé la réduction de cette partie de l'indemnité, la France a soutenu à juste titre la thèse contraire. L'Allemagne, profitant adroitement de cette situation, a réussi à ne rien payer du tout ou si peu de chose ! Puis, afin de diminuer sa capacité de paiement, elle a volontairement et malhonnêtement fait faillite.

Cependant, après toutes ces concessions, il semble que nous puissions espérer quelque chose de l'application du plan Dawes. Pour 1925 nous devons recevoir 1 milliard [1].

(1) Voici quelques détails sur le plan Dawes. Il s'agit comme on le sait d'un emprunt international en faveur de l'Allemagne. Cet emprunt

Pour terminer cette esquisse de notre actif et de notre passif extérieurs, revenons un instant à notre balance du commerce qui, après avoir longtemps figuré dans notre passif, semble vouloir contribuer à notre actif.

En 1918, les importations se sont élevées à 22.306 millions, les exportations à 4.722 millions, le déficit à 17.583 millions. En 1919, importations : 35.799 millions; exportations : 11.879 millions. Déficit : 23.919 millions. En 1920, importations : 49.226 millions; exportations : 22.780 millions. Déficit : 22.445 millions. Mais déjà en 1920 l'espoir d'un relèvement semble permis. Ce qui a contribué à l'augmentation énorme de nos importations ce sont les matières premières nécessaires à l'industrie; de 29.637.725 tonnes en 1919, leur importation passe à 42.321.629 tonnes en 1920. Quant à nos exportations elles augmentent de plus du double grâce à la vente des objets manufacturés; contre 861.146 tonnes en 1919, nous exportons en 1920 pour 1.856.926 tonnes d'objets de

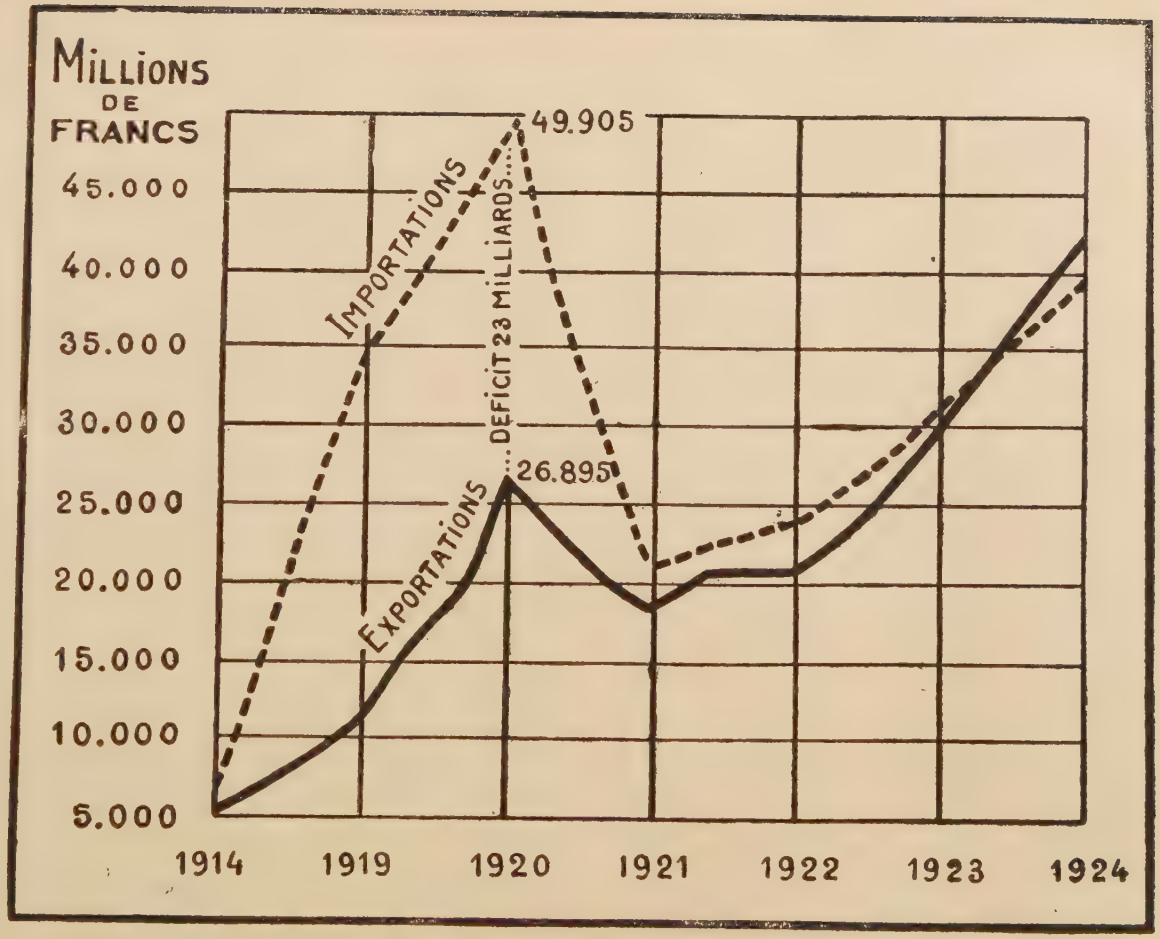
doit être souscrit en or et permettre à l'Allemagne de se relever. Ainsi, l'Allemagne pourra payer ses dettes. Sur le produit même de l'emprunt, l'Allemagne doit commencer des paiements. Il s'est produit un fait remarquable. Depuis que l'Allemagne possède une garantie, la garantie du plan Dawes, elle obtient dans le monde entier tous les crédits qu'elle veut : L'or américain s'écoule avec rapidité en Allemagne, les anglais les hollandais offrent aux industriels allemands des crédits de jour en jour plus importants. Ainsi, l'Allemagne va se retrouver d'ici quelques temps la nation la plus riche au point de vue économique et peut-être la plus forte au point de vue financier. On se souvient avec étonnement de sa détresse récente et l'on songe avec amertume que nous n'avons guère été payés de tous les dégâts qu'elle a commis chez nous et que, de ce fait, notre situation financière est loin d'être satisfaisante. Les gouvernements allemands ont été malhonnêtes avec énergie, les gouvernements français ont été honnêtes avec faiblesse. Mais la faiblesse d'un gouvernement n'est-elle pas une malhonnêteté vis-à-vis des gouvernés ? Quoi qu'il en soit en tant que gouvernés, prenons les choses par leur bon côté et reconnaissons que le plan Dawes nous a permis de toucher des sommes que nous n'aurions pas touchées sans son application. Ainsi l'état général des recettes et des paiements publié par l'agent général des paiements de réparations au 31 mars 1925, laisse ressortir la situation suivante :

Recettes totales : 580.081.046 marks-or.

Paiements effectuées : 555.387.333 marks-or.

Le solde en espèces est donc de 24.693.713 marks-or.

La France a reçu 235.442.357 marks-or (dont 37.960.000 en mars). Pour la presque totalité, il s'agit de paiements en nature.


MILLIONS
DE
FRANCS
45.000
40.000
35.000
30.000
25.000
20.000
15.000
10.000
5.000
1914
1919
1920
1921
1922
1923
1924
49.905
IMPORTATIONS
DÉFICIT 23 MILLIARDS
26.895
EXPORTATIONS

cette espèce. Et cela prouve notre relèvement économique. Aussi le déficit est-il minime en 1921. A partir de 1922 nos exportations suivent une courbe ascendante et dépassent, en 1924, la courbe des importations comme le montre le graphique ci-joint.

Nous arrivons au résultat suivant pour 1924 : importations : 40.132.574.000 fr., exportations : 41.454.137.000 fr., soit un excédent de 1.321.563.000 fr. Nous avons importé 56.492.000 tonnes et exporté 29.386.000 tonnes. Nous avons importé 12.271.000 tonnes et exporté 7.311.000 tonnes de plus qu'en 1913. Ce sont les tonnages qu'il importe de comparer, les prix n'ayant plus aucun rapport entre eux par suite de la dépréciation de notre monnaie.

Il ne s'agit ici, bien entendu, que du commerce spécial.

Que dire des « exportations invisibles » ? Certes, les étrangers sont venus nombreux en France depuis la guerre. Mais combien payons-nous de fret aux Anglais ? Nous croyons cependant que, dans l'ensemble, nous aurions une balance des comptes créditrice si l'Allemagne nous avait payés. D'autant que nous eussions pu consacrer, en ce cas, au paiement des dettes interalliées, l'effort financier que nous avons été obligés de faire dans nos régions dévastées. Mais il n'en a pas été ainsi et notre balance des comptes est donc largement en déficit.

Ce n'est pas ici le lieu de poser le problème des dettes interalliées, de se demander si elles ne pourraient être soldées au moyen de notre créance sur l'Allemagne, si nos alliés devraient, en vertu d'un principe de moralité et de justice, renoncer à leur créance politique ou si, tout au moins, ils ne devraient pas nous aider à « exécuter » l'Allemagne; n'avons-nous pas employé notre richesse, gage de leur créance, à relever les ruines causées par l'Allemagne, débitrice frauduleuse et défaillante ?

Mais aucun arrangement n'est encore intervenu. La situation actuelle semble être à peu près celle-ci : Nos Alliés ont fait un léger effort pour nous aider à réclamer de l'Allemagne des sommes très inférieures à ce qu'elles devraient être. Mais leur action est soumise à la condition qu'ils toucheront sur

ces sommes une quote-part assez forte. La question des dettes interalliées n'a été en aucune façon liée au plan de paiement fixé par la Conférence interalliée du 14 janvier 1925. Cependant l'Angleterre semble disposée à ne pas nous réclamer plus que nous ne devons légalement recevoir de l'Allemagne, Mais si nous ne recevons rien de l'Allemagne, elle se retournera vers nous et vers ses autres débiteurs, afin de toucher, en tout état de cause, une somme fixe équivalente à la somme qu'elle-même doit verser à sa créancière la République des Etats-Unis, en vertu d'un état de paiement de 1921. Ainsi l'Angleterre n'est intéressée que très indirectement, en dehors de sa part, aux versements de l'Allemagne. Elle n'a qu'un intérêt à ce que nous soyons payés, celui qu'a tout créancier en face d'un débiteur à peu près insolvable qui lui-même a des créances à recouvrer. Pour que l'Allemagne paie l'Angleterre, il faut que l'Allemagne soit riche. Or, les paiements qu'elle fera à la France diminueront sa richesse. L'Angleterre n'a donc pas intérêt à ce qu'elle paie puisqu'elle réclamera malgré tout la créance qu'elle a sur la France. Cependant nous serions si faibles au cas où l'Allemagne ne nous paierait pas, qu'indirectement l'Angleterre se trouve intéressée aux paiements de l'Allemagne à la France. Telle est la situation.

Les Etats-Unis sont plus libres vis-à-vis de nous que l'Angleterre, car ils ne se sont jamais engagés par aucune note, même officieuse; ils ont au contraire toujours affirmé leur droit au paiement intégral. De plus, ils n'ont jamais ratifié le Traité de Versailles.

Evidemment, il semblerait logique que nous nous retournions, en cas d'intransigeance de nos créanciers, vers nos débiteurs, en leur imposant les mesures qui nous seraient imposées à nous-mêmes. Mais, aurons-nous la force suffisante pour imposer quelque chose ? Et si nous arrivons à exiger notre dû, ne sera-ce pas parce que nos débiteurs seront eux-mêmes trop faibles et donc incapables de nous payer sans se ruiner ? Cette éventualité n'est guère plus souhaitable que la précédente. Une nation n'a jamais intérêt à ruiner sa voisine; c'est le bon sens qui doit dicter la politique à suivre en ces matières. Après ce coup d'œil jeté autour de nous, il semble

que nos créanciers doivent nous accorder, dans leur intérêt même, soit des réductions de paiement équivalentes à celles qui ont été accordées à l'Allemagne et à celles que nous serons amenés à accorder à nos débiteurs pauvres, soit des facilités de paiement sur un grand laps de temps, comportant un intérêt modique, presque de pure forme.

Après avoir donné notre sol comme champ de bataille et la plus grande partie des combattants pour la défense du droit et de la justice contre un peuple de barbares, il semble juste que nos Alliés consentent à mettre en commun leurs forces financières et les nôtres, afin que ceux qui ont le moins souffert dans leur sol et leur population apportent la plus grande partie des ressources de reconstitution au peuple qui a le plus fait pour la défense des intérêts de tous.

Nous n'avons aucunement l'intention de traiter toutes ces questions, mais ces aperçus permettent de dégager la situation générale du pays et de prévoir, dans une certaine mesure, les lourdes charges qui grèveront pendant de longues années encore notre balance des comptes; c'est pourquoi nous devions nous y arrêter un instant.

Une fois que toutes les questions de dettes seront mises au point, nous aurons vraisemblablement à supporter une charge annuelle plus ou moins lourde qui, pendant un temps plus ou moins long, viendra s'ajouter au passif de notre balance des comptes, et nous devrons équilibrer celle-ci en nous procurant des suppléments d'actif. Il faut donc beaucoup produire et beaucoup exporter; il faut attirer beaucoup de touristes en France. Si nous n'avons pas assez de capitaux, il faut d'abord empêcher la fuite de ceux qui nous restent; il faut ensuite attirer les capitaux étrangers en inspirant confiance. Les mesures draconiennes préconisées par certains contre l'évasion des capitaux ne serviront à rien. Malgré les ententes internationales il y aura toujours des moyens de transporter les capitaux là où ils sont le plus en sûreté et le mieux rémunérés. Si la prohibition d'exporter était vraiment efficace, il se produirait des thésaurisations; les capitaux ne s'emploient pas là où l'on veut les contraindre à s'employer, tant il est vrai que les gouvernements ne contrecarreront

jamais les lois économiques. Personne ne forcera un particulier à placer sa fortune contre son gré, d'une façon dangereuse et sans intérêt pour lui. Ces termes sont peut-être un peu absolus; en tout cas il est certain que la production ne sera pas favorisée par le contrôle permanent et tracassier de l'Etat sur les capitaux. Un contrôle efficace nous transporte en plein collectivisme et l'on sait ce que vaut le collectivisme pour la production ! La meilleure façon qu'un Etat ait d'attirer les capitaux c'est de pratiquer une politique qui inspire confiance aux capitalistes. Les faits sont là : actuellement, malgré les mesures les plus sévères et justement à cause de ces mesures et du budget démagogique que la Chambre a voté, en 1925, les capitaux français s'évadent et les capitaux étrangers rentrent chez eux.

Donc, puisque le passif résultant du paiement des dettes interalliées devra être couvert par un supplément d'actif, travaillons à augmenter nos exportations, et pour cela favorisons notre production en attirant des capitaux par l'espoir du relèvement financier de notre pays.

En tout état de cause, il ne peut être question de solder ce passif à l'aide de notre encaisse métallique. Cela ne servirait à rien. Que peuvent 3 milliards 1/2 lorsqu'il s'agit d'en régler 35 ! Il faut que l'actif et le passif de notre balance des comptes s'équilibrent. Cela même n'empêchera pas que notre devise soit encore dépréciée à l'extérieur, car, nous l'avons vu, une balance du commerce favorable ne soustrait pas à elle seule un pays à monnaie de papier, non seulement à la dépréciation, mais encore aux larges fluctuations du prix de sa devise à l'extérieur. Les attaques de la spéculation qui continuent de n'être pas maintenues entre les deux points d'or restent très dangereuses; c'est à cela qu'il faut chercher un remède. Malgré les efforts de la production, malgré la plus sage politique financière, les larges fluctuations du cours sont extrêmement périlleuses.

Qu'a fait la France à tous ces points de vue ?

Nous ne voulons pas parler des procédés employés pour faire face au déficit proprement dit de notre balance exté-

rieure. Nous supposerons, et cela se rapproche de la réalité actuelle, une balance du commerce en équilibre ou à peu près, et nous rechercherons ce qu'a fait la France pour maintenir les attaques de la spéculation dans des limites analogues à celles fixées en temps normal par les points de sortie et d'entrée de l'or [1].

La plus importante des opérations réalisées dans cet ordre d'idée à été l'emprunt Morgan du début de 1924. Brusquement, à la fin de 1923, la baisse du franc prit des proportions inquiétantes; au milieu de janvier 1924, la livre était cotée 96 francs et le dollar 23 francs.

Dans le compte rendu des opérations de la Banque de France pour 1924, nous lisons à ce sujet : « Il apparaisait de plus en plus nettement que le marché des changes était dominé par un large mouvement de spéculation venu des places étrangères où l'opinion, perdant de vue les ressources profondes de notre pays et sa volonté de les mettre en œuvre à son heure, s'était laissée uniquement impressionner par les difficultés budgétaires et les embarras de trésorerie que nous occasionnait la carence prolongée de l'Allemagne. »

Que l'élévation du taux de l'escompte ait été inefficace, il n'y a là rien d'étonnant; quand il s'agit d'un moyen d'échange

(1) Durant la guerre, le franc n'a pas subi de dépréciation importante. Nous avons indirectement expliqué pourquoi en parlant des crédits à nous accordés par les trésoreries anglaises et américaines. Il faut encore signaler un contrôle permanent des achats et des ventes de devises étrangères. Dès le mois de juillet 1915, il avait été question d'établir un bureau de change par lequel auraient dû passer obligatoirement tous les commerçants et industriels ayant des achats ou des ventes de devises à faire. Mais les banquiers se sont montrés hostiles à ce projet. Ils ont en quelque sorte demandé au Ministre de s'en rapporter à leur patriotisme. En fait, la Banque de France a exercé une surveillance très active sur les demandes de change. Elle a toujours subordonné ces ventes de change à la production de justifications commerciales, se réservant, lorsque la tension devenait trop forte, d'agir elle-même sur le marché par des ventes libres.

Signalons encore que la présence des armées alliées, pendant la guerre, en France, a provoqué des apports de sterlings et de dollars, ce qui nous a procuré des disponibilités de change.

Après leur départ et la fermeture des ouvertures de crédits anglais et américains, nous nous sommes trouvés à nouveau livrés à nous-même. C'est alors qu'il a fallu nous procurer des crédits de spéculation.

déprécié, le mécanisme de l'élévation du taux de l'escompte ne joue plus normalement, son principal rouage étant la confiance. Or, le fait qu'il y avait, à ce moment, une forte spéculation à la baisse prouve bien que cette confiance avait disparu.

Les lois fiscales proposées à ce moment eurent plus d'influence. Cependant elles ne provoquèrent que des baisses légères et momentanées, ayant été votées trop lentement et surtout trop tard. Les hésitants ne furent pas rassurés à temps et ceux qui attaquaient volontairement le crédit de la France redoublèrent d'efforts pour précipiter notre ruine. La livre atteignit 120 francs et le dollar 28 francs.

Cependant, notre effort fiscal nous concilia des amitiés. C'est ainsi que nous pûmes contracter l'emprunt Morgan.

« La gravité de cette crise sans précédent, nous dit le compte rendu des opérations de la Banque, détermina le Gouvernement à nous demander d'engager le crédit même de la Banque, en vue d'obtenir à l'étranger les ressources nécessaires pour enrayer la panique par une intervention immédiate sur le marché.

« La Banque n'a jamais manqué depuis 1914 de seconder autant qu'il lui était possible les pouvoirs publics dans l'œuvre de défense monétaire qui est la condition même de notre relèvement économique et financier.

« Votre Conseil considéra qu'il était de son devoir de répondre à l'appel du Gouvernement, si nouvelles que fussent la nature et la forme du concours qui nous étaient exceptionnellement demandé.

« *Mais* (et nous soulignons ce passage) *pour qu'une pareille intervention exerçât sur les changes une action de quelque durée, pour qu'elle ne risquât pas d'aboutir à un échec plein de périls pour le franc lui-même, il fallait absolument qu'elle fût accompagnée et appuyée par l'effort le plus énergique d'assainissement financier.*

« *Après avoir reçu l'assurance la plus solennelle que le Gouvernement était résolu à mettre en jeu toute son autorité pour obtenir à bref délai le vote des projets soumis aux Chambres, ainsi que de toutes autres mesures indispensables*

à l'équilibre du budget et de la Trésorerie, le Conseil général entreprit sans délai les pourparlers nécessaires. »

Voici à quoi aboutirent les pourparlers. La Banque obtint de la maison Lazare Brothers et C°, à Londres, un crédit de 4 millions de livres sterling et de la maison J.-P. Morgan and C°,à New-York, un crédit de 100 millions de dollars. Soit, au total, 618.884.000 francs-or. Ces crédits étaient accordés pour trois mois et renouvelables pour trois autres mois.

Les termes du compte rendu sont très nets quant à la garantie réclamée par les fournisseurs de crédits. Il n'y eut « aucune remise préalable d'or, aucun dessaisissement d'un gage quelconque »; il était seulement « prévu que si, à l'échéance, la Banque ne disposait pas des livres et des dollars nécessaires pour assurer le remboursement des sommes restant dues, elle devrait effectuer ce remboursement par un envoi d'or effectif ».

L'encaisse métallique de la Banque de France a donc servi de gage à cette ouverture de crédit.

Il n'y a pas eu dessaisissement du gage, et en fait l'opération a si bien réussi que pas une parcelle de notre or n'a été envoyée à l'étranger. Cependant, c'est sans doute la première fois, depuis l'établissement du cours forcé et surtout depuis l'inflation exagérée de la circulation fiduciaire, qu'un fait précis met en lumière l'importance et la valeur de notre encaisse métallique.

Le succès de l'opération fut éclatant. Grâce à la « masse de manœuvre » mise à sa disposition, la Banque put acheter ou faire acheter les francs proposés sur le marché par les vendeurs à découvert [1]. L'importance de la demande con-

(1) Il y eut beaucoup de vendeurs à découvert, qui d'ailleurs se trouvèrent ruinés par l'action de la Banque. On n'avait jamais vu contre le franc une attaque de cette envergure. Pendant la guerre, en effet, la spéculation nous avait tour à tour servis et desservis, car les pays neutres et notamment la Suisse, la Hollande, les Pays Scandinaves et l'Espagne, jouaient beaucoup à la hausse ou à la baisse du franc, suivant qu'ils escomptaient la victoire ou la défaite de la France. Mais, en 1924, nous n'avions plus à nos côtés ni l'Angleterre, ni l'Amérique qui nous furent d'un si grand secours pendant la guerre... parce qu'elles étaient aussi intéressées que nous, d'abord à la bonne tenue

tribua à enrayer la chute du franc. La Banque commença ses achats la livre étant à 80 et le dollar à 18 francs. Le crédit de 618.884.000 francs-or permettait de se porter acheteur de 2.120 millions de francs-papier. Cependant, la rage des ennemis du franc ne s'atténuait pas et le franc baissait toujours. Mais plus il baissait, plus le crédit en livres et dollars dont disposait la Banque permettait d'en acheter. La livre valant 120 fr. et le dollar 28 fr., nous pouvions nous porter acheteurs de francs-papier pour une somme de 3.280 millions. Sans doute, une partie du crédit était employée mais sa puissance d'achat se trouvait en partie reconstituée par la baisse du franc.

La riposte fut terrible pour les vendeurs à découvert. D'une part, la confiance fut rendue à certains par l'énergique effort fiscal du mois de mars; d'autre part, ceux qui menaient l'offensive contre le franc se trouvèrent ruinés au bout de peu de temps. La Banque, malgré sa capacité d'achat encore forte, donna l'ordre de ne leur fournir aucun moyen de reporter leurs engagements. Ils furent forcés de liquider leurs positions à un taux très désavantageux pour eux. Le 23 avril, la livre cotait 65 francs et le dollar 15 francs.

de notre change et à la bonne tenue du leur qui était parfois aussi attaqué que le nôtre. Il fallait de toute évidence réaliser la solidarité financière pour être plus forts. Cette solidarité financière ne fut obtenue entièrement qu'en 1917, lors de l'entrée en guerre des Etats-Unis. A ce moment, il fut décidé entre alliés, comme condition de cette solidarité, que chaque gouvernement contrôlerait chez lui toutes les opérations de change, afin qu'il ne se produise pas de gaspillages. C'est à cette idée que répond en France la création d'une « Commission permanente des changes » auprès du Ministre des Finances. Cette commission proposa au Ministre l'établissement d'un « répertoire » des opérations de change, obligatoirement tenu par tous ceux qui se livraient à ces opérations. Cette obligation fut sanctionnée par la loi du 1er août 1917. Conformément aux désirs exprimés par les banquiers lorsqu'il avait été question d'établir un contrôle centrale des opérations de change, elle laissait une grande liberté aux « cambistes ».

Quoiqu'il en soit, en 1924, l'appui de l'Angleterre et des Etats-Unis nous faisait défaut et bien plus, dans ces deux pays, l'attaque contre le franc ne fut pas sans violence. C'est pourtant encore de là que nous est venu le secours. Il faut ajouter que, étant données les conditions du secours, c'est-à-dire la garantie de notre encaisse métallique, nos prêteurs ne couraient aucun danger.

La Banque de France profita des bénéfices que lui laissa cette opération pour racheter des livres et des dollars peu à peu et discrètement, afin de ne pas renverser brusquement l'état du marché et de ne pas détruire l'œuvre qu'elle venait d'accomplir. Ces achats et ceux du commerce, qui se hâta de s'approvisionner à bon compte, firent remonter la livre aux environs de 80 fr. et le dollar aux environs de 18 fr. Au total, dès le mois de septembre, et même avant, la Banque disposait « des provisions nécessaires au remboursement (des crédits) sans avoir à effectuer aucun prélèvement d'or » sur l'encaisse métallique. Le crédit de 4 millions de livres accordé par la maison Lazard Brothers and C° fut intégralement remboursé au mois de septembre.

« Quand au crédit américain de 100 millions de dollars « nous en avons obtenu, dit le compte rendu des opérations « de la Banque, à titre de précaution éventuelle, le renouvel- « lement pour trois autres mois, jusqu'au 12 décembre der- « nier, date à laquelle il a été définitivement liquidé, le Gou- « vernement ayant alors contracté sur le marché américain « un emprunt à long terme d'un montant équivalent pour une « durée de 25 années. »

A cette époque, le Gouvernement prit la responsabilité d'un nouvel emprunt qui lui a été consenti pour 25 ans. D'ailleurs, la Banque de France conservait la liberté entière de l'utiliser à sa guise, mais uniquement dans le but de tenir tête aux spéculateurs à la baisse du franc. Le produit de l'emprunt, soit, en déduisant les frais et la prime d'émission, 89 millions de dollars, environ 461 millions de francs-or, a été viré à New-York au compte de la Banque de France.

Cette somme est placée, mais de façon à pouvoir être rapidement réalisée et mise en œuvre. Les intérêts qu'elle rapporte reviennent à l'Etat qui les affecte au service des intérêts de l'emprunt.

L'opération semble au premier abord bien conçue. Elle supprime « l'hypothèque virtuelle » qui existait momentanément sur notre encaisse métallique et la rend complètement disponible.

En fait, d'ailleurs, cette encaisse n'avait jamais été menacée par les conditions du premier emprunt. Le passif exigible de notre balance des comptes était à ce moment à peu près compensé par notre actif, et la spéculation ne pouvait être dangereuse que si nous n'avions pas obtenu les crédits Morgan. Mais du moment que nous les avions, l'opération ne pouvait que réussir puisque les vendeurs de francs ne trouvaient sur le marché mondial qu'une faible quantité d'effets de change sur Paris au moment même où ils étaient obligés de les acheter pour liquider leurs positions. En nous portant acheteurs nous pouvions les forcer à liquider; la partie était donc gagnée. Nous aurions pu promettre toute l'encaisse métallique comme garantie de l'emprunt, elle n'aurait couru aucun risque. Du fait même que l'emprunt nous était accordé et tant que le passif exigible de notre balance des comptes était à peu près couvert par l'actif, la situation était sûre. Quoiqu'il en soit, il est théoriquement intéressant que notre encaisse soit aujourd'hui tout à fait libre de remplir sa fonction primordiale qui est de garantir éventuellement une circulation fiduciaire modérée...

Le plus grand avantage du nouvel emprunt est d'avoir été consenti pour une durée de 25 ans. Nous pouvions, en effet, ne pas retrouver ce concours dans le cas d'une spéculation analogue à celle du printemps 1924. Sans envisager le pire, nous aurions pu mettre un certain temps à discuter les conditions d'un nouvel emprunt; le prêteur n'aurait peut-être pas pu nous prêter immédiatement la somme nécessaire, etc.... Or, dans de semblables circonstances, il faut agir rapidement. Plus les spéculateurs à la baisse font tomber la valeur du franc, plus notre passif extérieur devient lourd, les débiteurs de l'étranger voyant grossir chaque jour leurs dettes exprimées en francs.

Au contraire, le nouvel emprunt est consenti pour 25 ans; si notre balance des comptes réussit à se tenir en équilibre, c'est la stabilité du change assurée, *à moins que l'Etat ne pratique directement ou indirectement une politique d'inflation* (1).

(1) C'est parce que nous avons pratiqué dernièrement une politique

L'éloge de cette opération étant fait, nous devons la critiquer relativement à l' « accessoire » qui y a été ajouté. Il semble indispensable, pour parler de cet « accessoire », suivant le terme du Ministre des Finances, d'avoir sous les yeux la convention du 22 décembre 1924 passée entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France, au sujet du « Compte spécial des opérations consécutives à l'emprunt Morgan 1924 (Loi du 21 novembre 1924) ». La voici :

CONVENTION

« Entre les soussignés, etc..., il a été convenu ce qui suit :

« *Article premier.* — L'Etat fera virer au compte de la « Banque de France à New-York le produit de l'emprunt « de 100 millions de dollars contracté sur le marché américain.

« *Article 2.* — La Banque de France créditera l'Etat en « francs d'une somme correspondant à ce versement sur la « base de 5 fr. 18 par dollar.

« *Article 3.* — L'Etat appliquera ce crédit en francs à la « réduction des avances de la Banque de France à valoir sur « le montant du remboursement échéant le 31 décembre prochain, lequel sera fixé à 1.200 millions pour l'année 1924 par « modification de la convention du 29 décembre 1920. En conséquence le montant des avances autorisées sera ramené à « 22 milliards pour 1925.

« *Article 4.* — La Banque pourra être autorisée par le « Ministre des Finances à réaliser sur le marché du change « des tranches successives des dollars virés à son compte et « à les racheter en totalité ou en partie suivant la situation « du marché.

« Les opérations relatives à ces réalisations et rachats « feront l'objet d'un compte spécial dans les écritures de la « Banque dont un extrait détaillé sera fourni chaque trimestre « au Trésor avec justification des réalisations et des rachats « effectués.

d'inflation que l'emprunt Morgan semble actuellement plus difficile à utiliser.

« *Article 5.* — L'Etat se réserve la faculté de réclamer à « tout moment à la Banque les dollars restant disponibles sur « le versement initial.

« Ces dollars lui seront rétrocédés sur la base de 5 fr. 18 « l'unité.

« *Article 6.* — La Banque de France assurera dans les meil- « leures conditions le placement temporaire sur le marché « américain des dollars portés à son compte. Elle devra tenir « le Ministre des Finances constamment informé des dispo- « sitions prises à cet égard.

« Les intérêts de ce placement feront l'objet d'un décompte « annuel en dollars, avec justifications et seront versés au « compte du Trésor à New-York.

« *Article 7.* — La présente convention est dispensée des « droits de timbre et d'enregistrement. »

« Fait double, etc... »

L' « accessoire », on le voit, est constitué principalement par l'article 3. A notre sens, cet article ne veut rien dire. C'est un escamotage des remboursements de l'Etat à la Banque, à moins qu'il ne supprime à peu près tout l'intérêt de l'emprunt.

En tout cas, il le complique au point de le rendre inintelligible. Il y a là un mélange d'unités de compte, dollar, franc-or et franc-papier, qui est fort regrettable.

Après avoir étudié avec soin ce texte, voici, nous semble-t-il, le dilemme qui peut en résumer la critique :

Ou bien il sera effectivement prélevé sur le produit de l'emprunt une somme de dollars telle que, convertie en francs-or, elle représente 370 millions, complément des 830 millions prélevés sur le compte d'amortissement pour parfaire la somme de 1.200 millions, montant du remboursement de l'Etat à la Banque, alors c'est 71.500.000 dollars qu'il faudra liquider et il n'en restera que 17 millions 1/2 comme masse de manœuvre. C'est peu [1].

(1) Il semble bien cependant qu'il s'agisse d'un remboursement en francs-or, puisque la somme sera prélevée sur le crédit ouvert à l'Etat d'après l'article II, sur la base de 5 fr. 18 le dollar.

Ou bien, et c'est l'alternative conforme à la réalité, puisque les dollars empruntés doivent expressément rester à New-York et être employés pour des opérations de change, l'Etat rembourse la Banque en dollars en virant à son compte une certaine quantité *de dollars*, malgré les termes du contrat qui parlent de francs. La convention parle bien d'un crédit ouvert en francs à l'Etat par la Banque et d'un prélèvement fait sur ce crédit pour rembourser la Banque, mais le crédit ouvert à l'Etat n'existe que parce qu'il a viré des dollars au compte de la Banque de France. Il lui donne donc, par ce mode de remboursement, une certaine quantité de dollars dont elle ne peut user qu'à New-York et dans un but déterminé : action sur le marché du change.

Si donc on ne se paye pas de mots, c'est en dollars que la Banque est remboursée, et en dollars dont elle n'a pas la libre disposition !

Sans doute, ce crédit en dollars n'est pas indifférent; la Banque peut l'utiliser à des fins très heureuses pour le marché national. Cependant il ne peut constituer ce que tout le monde entend, avec raison, par un remboursement de l'Etat à la Banque.

Pour que l'Etat rembourse la Banque, il faut qu'il lui remette soit de l'or qui vient grossir son encaisse, soit des billets qui sont ou détruits afin de réduire la circulation fiduciaire ou mis à la disposition du commerce afin de donner plus d'élasticité au crédit et de mieux garantir la circulation fiduciaire par des effets de commerce. Les remboursements de l'Etat à la Banque doivent agir directement sur la circulation fiduciaire soit pour la réduire, soit pour augmenter sa garantie.

Avec le système de l' « accessoire » à l'emprunt Morgan aucune de ces conditions n'est remplie. Il n'y a donc pas remboursement *effectif* fait à la Banque.

Indirectement le crédit en dollars, permettant à la Banque de France d'agir dans une certaine mesure sur le taux du change, exercera une influence sur la circulation fiduciaire, dans la limite où celle-ci est réglée par les mouvements des prix et dans la mesure où les prix sont eux-mêmes sous la

dépendance du change, mais c'est tout autre chose qu'un remboursement de l'Etat qui doit tendre, ainsi que nous l'avons vu dans notre deuxième partie, à rendre à la Banque le contrôle de la circulation fiduciaire et par voie de conséquence, celui des prix.

Telles sont les influences principales qui ont été exercées sur le taux du change.

Tel est le rôle que l'encaisse métallique a joué avec succès dans l'emprunt Morgan de mars 1924. N'en peut-elle jouer un plus actif et plus direct ? Ne pourrait-elle être utilisée pour réaliser un système de *gold exchange standard* ? C'est ce que nous allons examiner dans notre dernier chapitre.

CHAPITRE III

L'encaisse métallique de la Banque de France et le système de « Gold Exchange Standard »

Il est indispensable de préciser ce qu'est le système du gold exchange standard, et d'en illustrer la théorie par quelques exemples empruntés à l'histoire.

L'invention de ce système s'explique par ce fait que l'or est actuellement l'étalon international des valeurs. Un pays à monnaie d'argent ou à monnaie de papier est en relations d'affaires avec un pays à monnaie d'or; il a contracté vis-à-vis de lui des dettes. Le montant nominal de ces dettes, exprimé dans sa monnaie nationale, dépendra du rapport entre cette monnaie et l'or. Ainsi, 15 roupies argent indiennes valent nominalement un souverain, mais, exportées, elles ne sont acceptées que pour la valeur marchande du poids de métal argent qu'elles contiennent exprimée en or. Si le prix de l'argent métal diminue, il faudra fournir 16 ou 17 roupies pour obtenir un souverain. Le même poids de métal or achètera un poids de métal argent supérieur à celui de 15 roupies.

Le gold exchange standard tend à soustraire, dans une certaine mesure, la valeur nominale de la monnaie d'argent à l'influence de sa valeur marchande en tant que métal en dissociant ces deux valeurs, en les rendant autant que possible indépendantes l'une de l'autre. Si l'on envisage un pays à monnaie de papier, la situation est analogue, à cette différence près que la valeur de la monnaie de papier est beaucoup moins stable que celle de la monnaie d'argent, malgré la dépréciation presque constante de ce métal. La valeur de la monnaie de papier à l'extérieur ne repose pas sur la valeur de la marchandise qui en est la matière, mais sur la valeur

de la marchandise qu'elle promet et sur la confiance que l'on peut avoir en la réalisation de cette promesse. Il s'agit d'échanger contre de l'or, non plus un bien, mais une promesse de bien, et ici intervient le facteur psychologique qui provoque chez le détenteur d'or une estimation plus ou moins avantageuse suivant qu'il a ou n'a pas confiance.

Revenons à l'hypothèse de la monnaie d'argent.

On peut admettre que, dans une certaine mesure, la monnaie d'argent conserve à l'intérieur d'un pays un pouvoir d'achat voisin de sa valeur nominale, alors même que le métal dont elle est faite est déprécié à l'extérieur. Dans ce cas, les débiteurs du pays en question achèteront en un lieu quelconque des lingots d'argent au prix de ce métal exprimé en or, c'est-à-dire à un taux plus bas que le taux du pair officiel du pays créancier, puis ils importeront ces lingots dans le pays à circulation d'argent, les feront frapper (car il faut évidemment y supposer la frappe libre de l'argent) et obtiendront ainsi une quantité de monnaie dont la valeur nominale sera très supérieure à la valeur en or de leurs lingots. Ils auront ainsi obtenu, au pair métallique, une monnaie qui circule dans le pays pour sa valeur nominale ou à peu près. Il en résultera à la longue la nécessité d'abaisser le pair officiel au niveau du pair métallique et surtout une inflation de la monnaie d'argent précipitant sa dépréciation à l'intérieur du pays. Les choses se passeront ainsi même dans l'hypothèse d'une balance des comptes favorable au pays à monnaie d'argent. Dans le cas contraire le nivellement du pair officiel au taux du pair métallique se réalisera plus rapidement encore, puisque les débiteurs nationaux de l'étranger seront forcés d'expédier des espèces argent et ne pourront les utiliser que comme lingots.

Dans une telle situation, le Gouvernement du pays à monnaie d'argent devra donc supprimer la frappe libre pour empêcher les débiteurs étrangers de régler leurs dettes à aussi bon compte et de hâter la dépréciation de la monnaie d'argent en augmentant démesurément sa quantité dans la circulation.

Par ailleurs — et nous voici venus au « gold exchange standard » — il va falloir procurer aux nationaux, en cas de balance défavorable, de l'or à un taux fixe de change.

C'est ce qu'a réalisé l'Inde anglaise. La roupie se dépréciait constamment par rapport à la livre. L'act du 26 juin 1893 supprima la frappe libre de l'argent. Puis un act de janvier 1898 autorisa les débiteurs étrangers de l'Inde à se libérer par versements en or au secrétariat d'Etat pour l'Inde à Londres. Cet act favorisait les versements d'or en supprimant les frais d'envois effectifs dans la colonie. La Trésorerie indienne émettait des billets qui étaient garantis par cet or et dont la valeur nominale était exprimée en roupies à un taux fixe de change, la roupie ou argent valant 16,532 d. en or. Dans le cas d'une balance défavorable, le trésor indien fournissait aux débiteurs nationaux de l'étranger, contre remise de roupies billets ou argent, des tirages en livres sterling sur l'encaisse or constituée par les moyens que nous avons dit au secrétariat d'Etat pour l'Inde et le change se faisait au taux fixe de 1 roupie = 16.532 d.

Le système fonctionna d'abord très bien, grâce à l'existence d'une balance des comptes le plus souvent favorable. Ce fut une circonstance heureuse. Néanmoins on ne peut nier les bons effets du système considéré en lui-même. Il permet de développer la circulation, ou de la resserrer, suivant que le change se déprécie ou s'apprécie.

Quand la roupie s'appréciait par rapport à la livre, les débiteurs de l'Inde avaient, au delà d'un certain taux, avantage à verser de l'or au secrétariat d'Etat. L'émission supplémentaire de roupies-billets qui en résultait dans l'Inde tendait à déprécier la roupie. Quand la roupie se dépréciait au contraire, les porteurs de roupies remettaient celles-ci au Trésor indien pour obtenir en échange des tirages exprimés en livres sterling. La quantité de roupies en circulation diminuait de ce fait et la valeur de cette monnaie tendait à s'apprécier. Il en résultait que le taux du change se trouvait dans tous les cas maintenu entre des points d'entrée et de sortie de l'or bien que l'Inde n'eût qu'une circulation d'argent et de billets.

Le succès d'un pareil système illustre et confirme deux idées qui sont les suivantes. La valeur d'une monnaie employée à l'intérieur d'un pays, à supposer que ce pays ne soit pas

forcé de l'employer à l'extérieur, dépend en grande partie de la quantité en circulation ou plus exactement du rapport entre cette quantité et les besoins de la circulation. En d'autres termes le pouvoir d'achat d'une monnaie serait, à l'intérieur d'un pays, dans une certaine mesure moins dépendant de la valeur marchande du métal dont elle est faite que des habitudes et des besoins du public, si l'influence du change ne se faisait pas sentir.

La seconde idée est qu'un titre de crédit vaut en fonction de la garantie qui lui est affectée. La roupie argent, qui est une véritable monnaie à l'intérieur de l'Inde, devient un titre de crédit dès qu'il s'agit de règlements internationaux. Elle ne vaut plus à raison de la valeur marchande du métal dont elle est faite mais en considération de la promesse faite par le Trésor indien de l'échanger contre un certain poids d'or.

Cela ne signifie pas d'ailleurs que la valeur marchande de l'argent ne puisse avoir ici aucune importance. Elle en a eu à la naissance du système : c'est en prenant comme base la moyenne des cours de l'argent et de l'or pendant une certaine période que l'on a fixé la quantité d'or qui serait affectée à la garantie d'une roupie. D'autre part, si la garantie or faisait un jour défaut, la valeur marchande du métal reprendrait tous ses droits, ce qui empêcherait le change de la roupie par rapport à la livre sterling de tomber au-dessous du prix de l'argent exprimé en or; on ne verrait jamais un effondrement du change roupie analogue à celui du mark-papier ou de la couronne autrichienne.

Enfin, la valeur marchande de la monnaie d'argent conserve évidemment son importance lorsqu'elle dépasse la valeur marchande de l'or. Ainsi, en 1919 et 1920, la brusque hausse du métal argent a provoqué des sorties d'argent de l'Inde. Il y avait à ce moment avantage à remettre de l'or au Trésor indien pour en obtenir des roupies, à fondre celles-ci puis à en échanger les lingots contre de l'or. Le système indien s'est ainsi trouvé désorganisé, et il a fallu élever le taux de conversion de la roupie jusqu'à 1 souverain pour 10 roupies, au lieu de 1 souverain pour 15.

Mais en dehors de ces deux situations extrêmes, la valeur

de la roupie à l'extérieur est complètement indépendante de la valeur marchande du métal dont elle est faite.

Il faut maintenant rétablir la vérité totale en combinant les deux idées que nous venons d'exprimer séparément. En effet, le pouvoir d'achat d'une monnaie à l'intérieur est fonction, non seulement des habitudes et des besoins du public ainsi que de sa valeur métallique, mais encore de son pouvoir d'achat à l'extérieur. Si le pouvoir d'achat d'une monnaie est plus faible à l'intérieur qu'à l'extérieur, c'est-à-dire si le change est favorable, il y aura augmentation des importations et diminution des exportations, donc exportation de monnaie puis relèvement de son pouvoir d'achat à l'intérieur par suite de sa raréfaction. Si, au contraire, le pouvoir d'achat d'une monnaie est plus faible à l'extérieur qu'à l'intérieur, c'est-à-dire si le change est défavorable, il y aura diminution des importations et augmentation des exportations. donc importation de monnaie puis diminution de son pouvoir d'achat à l'intérieur par suite de sa condensation. En résumé, le pouvoir d'achat d'une monnaie à l'intérieur d'un pays et son pouvoir d'achat à l'extérieur se commandent réciproquement et tendent à se stabiliser au même niveau. Mais, ne l'oublions pas, cela suppose que l'on emploie une monnaie d'or pour les règlements extérieurs et que la monnaie intérieure, si elle n'est pas en or, se trouve liée à l'or comme un titre de crédit l'est à sa garantie.

Les heureux résultats du gold exchange standard, qui fut appliqué non seulement dans l'Inde mais encore aux îles Philippines en 1903 et au Mexique en 1905 [1], a donné l'idée de

(1) Il est arrivé, en 1906, au Mexique, le même fait qu'aux Indes Anglaises, en 1919-1920. En 1905, on avait adopté dans ce pays un taux de conversion de la piastre en or voisin de la valeur commerciale de l'argent, valeur qui était à ce moment très basse. Ce qui était à craindre arriva : la valeur marchande de l'argent métal remonta en 1906. Aussitôt les piastres mexicaines furent exportées et l'or afflua à la caisse de conversion. Mais, loin de s'en affliger, le Mexique s'en réjouit. Au bout d'un certain temps, lorsqu'il fut bien approvisionné d'or et lorsque la valeur de l'argent métal baissa de nouveau, il interdit la réimportation des piastres mexicaines disséminées en Extrême-Orient et songea à adopter une circulation d'or effective. Il n'y est d'ailleurs pas parvenu : les révolutions ont toujours empêché les réformes dans ce malheureux pays !

l'appliquer aujourd'hui en France pour remédier à l'instabilité de notre change. Cette idée semble d'autant plus séduisante que des essais analogues ont réussi dans l'hypothèse d'une circulation intérieure purement fiduciaire au Brésil et en Argentine. Nous parlerons tout à l'heure de ce dernier pays. Envisageons d'abord l'application du système en France.

En France, l'existence de l'encaisse métallique de la Banque de France suggère presque nécessairement l'idée du Gold exchange standard.

Son utilisation comme caisse de conversion a été préconisée par M. Bertrand Nogaro, Professeur à la Faculté de Droit de Paris.

Que vaut cette idée ?

Quel est, dans le cas particulier de la France, le but à atteindre ? Il s'agit, en premier lieu, de soustraire le taux du change aux fluctuations de large envergure, puis de le ramener lentement au taux du change métallique.

Souvenons-nous aussi que, lorsqu'il s'agit d'une monnaie d'argent, on se propose de soustraire sa valeur monétaire à l'influence de sa valeur marchande, tandis que lorsqu'il s'agit d'une monnaie de papier, la situation diffère en ce que la valeur de cette monnaie résulte d'une promesse de bien et non d'un bien et que, par suite, sa valeur dépend exclusivement de la confiance que l'on attache à la promesse qu'elle représente.

Il est donc, a priori, plus facile d'agir sur la valeur d'une monnaie de papier que sur la valeur d'une monnaie d'argent. Il dépend plus de la volonté d'un homme d'inspirer confiance à un autre homme que de le forcer à échanger 15 kilogrammes d'argent contre 1 kilogramme d'or, si partout ailleurs on peut obtenir le même poids d'argent contre 500 ou 600 grammes d'or.

Si donc une sage politique donne confiance à l'étranger, si nous essayons courageusement à sortir de l'inflation, il ne faut pas chercher, comme on le ferait pour une monnaie d'argent, à dissocier le pouvoir d'achat intérieur de notre franc-papier et son pouvoir d'achat extérieur. Même en faisant abstraction pour un instant de l'influence de la balance des comptes, les deux pouvoirs d'achat intérieur et extérieur aug-

menteront (et c'est notre but) sous l'influence des mêmes causes. La diminution de la circulation et, combinée avec elle, l'augmentation de la garantie de cette circulation résultant d'une plus grande faculté de paiement de l'Etat, feront augmenter le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie de papier. Sa réappréciation résultera aussi d'une plus juste proportion entre les besoins et la quantité de « monnaie » ainsi que d'une plus grande confiance en la réalisation de la promesse d'or inscrite sur le billet. Ces mêmes considérations feront apprécier notre monnaie par l'étranger et augmenteront par conséquent son pouvoir d'achat extérieur. Il semble donc qu'en théorie, si nous avons une balance des comptes au moins en équilibre, il ne soit aucunement besoin de recourir à un système de gold exchange standard pour assurer l'ascension de notre monnaie vers le taux du pair métallique.

Mais il reste à *stabiliser* le cours du change, à empêcher des fluctuations de large amplitude. Or, *s'il est plus facile de réapprécier une monnaie de papier qu'une monnaie d'argent, il est plus difficile de faire persister cette réappréciation.* Le prix de l'argent métal ne varie pas du jour au lendemain dans des proportions énormes. Certes la dépréciation du métal blanc a suivi et suit des courbes qui représentent des chutes assez rapides; cependant ces courbes évoluent sur des espaces de 10 ans parfois, de 3 ans, d'un an au minimum. Au contraire, du jour au lendemain, la confiance sur laquelle repose le pouvoir d'achat du papier-monnaie peut disparaître; c'est un impondérable qui dépend souvent d'infimes détails; elle peut disparaître aussi vite qu'elle est revenue. Il se produit donc aisément de grandes fluctuations. Sur une longue période, la ligne du taux du change d'une monnaie de papier peut bien monter mais avec de brusques sauts représentés par des lignes brisées. La ligne de la monnaie d'argent descendra peut-être, mais sans heurts aussi sensibles, sauf de rares exceptions, telles que la hausse de 1919 et la baisse de 1920.

Un état momentanément déficitaire de la balance des comptes, des attaques brusquées de la spéculation suffisent à provoquer les fluctuations du change d'une monnaie de papier. Ces fluctuations sont très dangereuses. Ce sont elles que l'on

veut supprimer en établissant la convertibilité limitée aux règlements extérieurs des billets de banque en or.

La Banque de France assurerait, à un taux voisin du cours actuel du change, la conversion des billets présentés à ses guichets par les débiteurs de l'étranger.

En cas d'une baisse de la valeur du franc au-dessous de ce taux, c'est-à-dire lorsque le prix des effets sur l'étranger le dépasserait, les débiteurs de l'étranger, au lieu de subir la loi du marché, s'approvisionneraient d'or à la Banque et expédieraient cet or à leurs créanciers étrangers. Il y aurait raréfaction des demandes d'effets sur l'étranger, par suite baisse de leur prix et appréciation du franc.

En sens inverse, si le change devenait favorable à la France, c'est-à-dire si son taux était inférieur au taux de conversion, les créanciers de l'étranger auraient avantage à faire venir de l'or qu'ils échangeraient à la Banque contre des billets au taux officiel de conversion. Les débiteurs étrangers de la France auraient eux-mêmes avantage à exporter de l'or, à le transformer en billets et à payer leurs créanciers français avec ces billets.

Ainsi, *les points d'entrée et de sortie de l'or se trouveraient rétablis.* En ce qui concerne le point d'entrée de l'or il faut supposer, afin que l'opération soit intéressante et que la réserve d'or ne s'appauvrisse pas constamment, que l'or ne pourrait être employé dans la circulation intérieure; sinon il serait évidemment thésaurisé. Ce n'est que par le canal de la Banque que pourraient se faire les entrées et les sorties d'or.

Quelles seraient les conditions du bon fonctionnement d'un pareil système ?

Considérons tout d'abord les sorties d'or. Ces sorties provoqueraient normalement un retrait de billets en circulation, puisque, pour avoir de l'or, il faudrait remettre à la Banque des billets pour une somme nominalement 3 fois ½ plus importante. Et ce serait très bien puisque, la quantité de billets en circulation ayant diminué, le pouvoir d'achat du franc-papier augmenterait à l'intérieur. Peut-être même augmenterait-il plus rapidement à l'intérieur qu'à l'extérieur, ce qui fournirait une prime aux exportateurs.

Mais, pour admettre cela sans restriction, il faut avoir complètement oublié que la confiance joue toujours son rôle dans l'appréciation du franc-papier. Y aura-t-il plus de gens favorablement impressionnés, à l'intérieur et à l'extérieur, par la diminution de la circulation fiduciaire que de gens inquiets de la fuite de notre or ? C'est une question de psychologie qui a son importance.

Mais voici des objections beaucoup plus graves.

Il ne faut pas que la contraction de la circulation soit le prélude d'une nouvelle inflation. Sinon nous aurions appauvri notre encaisse sans aucun profit, bien au contraire ! Or, tant que la dette flottante ne sera pas ou consolidée ou remboursée, elle demeure, nous le savons, une possibilité d'inflation. En temps normal, lorsque l'or fuyait à l'étranger, la Banque élevait le taux de son escompte et de ses avances sur titres, seules portes par lesquelles peuvent sortir de nouveaux billets. Il est bien entendu qu'elle le ferait dans un cas analogue sous le régime du « gold exchange standard ». Mais, étant donné la situation actuelle, il resterait une porte ouverte, celle des Bons de la Défense arrivés à échéance. Or la contraction monétaire provoque l'appréciation de la monnaie uniquement parce que les besoins du public restent stables ou augmentent en face d'une diminution d'instruments d'échange, le public fait tout ce qu'il peut pour se procurer de la monnaie; s'il restreignait, au contraire, ses besoins, la monnaie ne s'apprécierait pas, puisque le rapport entre les besoins et les disponibilités resterait constant. Nous supposons donc la réalisation de la première hypothèse et nous affirmons que le public satisferait son besoin de monnaie, en demandant le remboursement des Bons arrivés à échéance.

Tant que la dette flottante ne sera pas remboursée ou au moins consolidée, tant que l'Etat ne disposera pas, pour en opérer les remboursements courants, d'autres ressources que celles résultant d'avances de la Banque de France, la contraction de la circulation déterminée par des demandes d'or ne pourra pas être réalisée. Dès lors, le système du gold exchange standard nous exposerait à la situation suivante : diminution

de l'encaisse; élévation ou, tout au moins, maintien du niveau de la circulation.

Remarquons qu'il pourrait en résulter une disparition complète de l'encaisse et une transformation progressive de tous les Bons de la Défense en billets de la Banque. Tels seraient les résultats du gold exchange standard s'il était appliqué avant que la dette flottante soit consolidée ou remboursée. L'étranger et même le Français verraient-ils dans ces résultats un motif de confiance en la restauration monétaire de notre pays ? C'est absolument comme si dans l'Inde on avait appliqué ce système sans supprimer la frappe libre de l'argent.

Bien qu'à notre avis l'objection que nous venons de développer soit capitale et qu'elle suffise à faire repousser actuellement l'application du gold exchange standard, il en est d'autres que nous ne pouvons passer sous silence.

Nous ne voulons pas revenir sur la nécessité de l'équilibre budgétaire; c'est une condition trop évidente du succès de l'opération puisque cet équilibre est indispensable à l'amortissement ou à la consolidation de la dette flottante.

Mais il est une troisième condition à laquelle M. Nogaro fait allusion dans le passage suivant : « On observe que son « maintien (le maintien du système de gold exchange stan- « dard) suppose une balance des comptes équilibrée, car la « réserve d'or, ou le crédit à l'étranger destiné à couvrir les « traites, dont la vente à prix fixe assure la stabilité du « change, ne tarderait pas à s'épuiser si la balance des comptes « était à l'état de déficit chronique; cette remarque est par- « faitement exacte en elle-même, mais on doit la compléter « par une autre : c'est que les pays à circulation d'or abon- « dante, comme était la France en 1914, ne parviennent pas « non plus à maintenir leurs changes devant une balance « longtemps déficitaire; et il est assez évident que, *à disponi- « bilité d'or égale*, un système monétaire sera *beaucoup plus « solide* si cet or est exclusivement consacré aux besoins « éventuels de ses règlements extérieurs, que si on en laisse « la moitié, les deux tiers ou les trois quarts se perdre dans

« la circulation intérieure, pour y jouer le rôle de simple « monnaie divisionnaire ! [1] »

La remarque de l'éminent professeur est absolument exacte, cependant elle appelle deux observations.

La première est qu'avant la guerre, la Banque de France possédait un stock d'or qui était passé de 3 milliards ½ au début de 1914 à 4 miliards au moment de la déclaration de guerre et que, de plus, il y avait au moins 2.505 millions d'or (montant des versements patriotiques du public à la Banque pendant la guerre) en circulation dans le public. Ce dernier chiffre est faible; mais ne raisonnons que sur des données absolument certaines; elles suffisent. Donc la France possédait au moins 6 milliards à 6.500 millions de francs-or avant la guerre. Actuellement l'encaisse or *disponible* de la Banque de France s'élève à 3.681.468.000 francs. Les 1.864.320.000 fr. à l'étranger *ne sont pas disponibles* et, même en les comptant, le total de l'encaisse or n'est que de 5.545.788.000 fr., somme inférieure de 1 milliard environ aux disponibilités en or du pays avant la guerre.

Or, si l'on compare l'importance de la balance du commerce en 1913 et 1924, non en francs qui, aux deux époques, ne peuvent se comparer sans un calcul, mais en tonnage, on trouve : 1924, 85.900.000 tonnes; 1913, 66.294.899 tonnes, tant importées qu'exportées; soit un excédent pour 1924 de 19.605.101 tonnes. Cette augmentation se répartit assez normalement entre les importations et les exportations. Importations en 1913 : 44 millions; en 1924 : 56 millions. Exportations en 1913 : 22 millions; en 1924 : 29 millions.

Au total nous nous trouvons avec une disponibilité d'or très amoindrie en face d'une balance du commerce très augmentée. En cas de déficit le risque est beaucoup plus grand.

Encore ne convient-il pas d'insister sur la balance du *commerce*, qui, elle, nous donne des espoirs, mais sur la balance des *comptes*, la seule qui importe et qui, en attendant le règlement des dettes interalliées et les paiements du plan Dawes, est très nettement déficitaire.

(1) *Réparations, Dettes interalliées*, p. 124.

Enfin, la situation actuelle, car il ne s'agit que d'une question de fait et d'opportunité, appelle une seconde observation. C'est que nous sommes actuellement affectés d'une maladie monétaire, tandis qu'un pays à libre circulation d'or est sain à ce point de vue. Or chacun sait que les maladies monétaires sont souvent préjudiciables à l'expansion économique d'un pays, surtout lorsqu'elles durent depuis assez longtemps, comme c'est le cas en France. Nous ne voulons pas développer un sophisme et dire que le remède est dangereux parce que la maladie est grave. Nous disons qu'il nous semble dangereux de comparer un état de santé à un état morbide, eut égard à l'effort qu'il faut accomplir pour remédier à ce dernier. Il ne s'agit pas de savoir si, pour un pays, le système du *gold exchange standard* est un état monétaire normal. Il s'agit de savoir si, appliqué actuellement en France, il supprimerait la maladie dont nous souffrons et toutes ses conséquences. Or, il semble difficile de soutenir une pareille thèse.

Avant d'appliquer ce système, qui met en jeu notre dernière ressource de bonne monnaie, il conviendrait au moins de s'entourer de toutes les précautions possibles et notamment de rechercher, par tous les moyens, à équilibrer notre balance des comptes. Ces moyens existent. Un grand pas a déjà été fait puisque notre balance du commerce est bénéficiaire. Il reste à se rendre minutieusement compte de l'état de notre production, de ses chances de développement, des débouchés qui peuvent s'ouvrir ou se fermer pour elle, des besoins de matières premières que l'on peut prévoir, etc... *Il reste surtout à régler définitivement la fameuse question des dettes interalliées,* qui pèse d'un poids si lourd sur nos prévisions.

Telles sont les conditions nécessaires à l'application du système du gold exchange standard si l'on envisage uniquement le problème de la contre-partie des sorties d'or : contraction effective de la circulation, pour cela budget en équilibre et consolidation de la dette flottante; équilibre à peu près certain de la balance des comptes, pour cela règlement définitif des dettes interalliées.

Tournons-nous maintenant du côté des entrées d'or. Elles doivent être, pour que le système soit viable, la contre-partie

des sorties d'or. Elles supposent donc remplies les conditions que nous venons d'énumérer. Il y aura des sorties et des entrées, résultat inévitable de déficits momentanés suivis d'excédents de la balance des comptes. Mais il y a une autre question. Les sorties d'or auront provoqué des retraits de billets de la circulation. Les entrées provoqueront la remise en circulation des billets retirés. Plus nous irons vers la bonne santé, plus nous aurons un change favorable et plus les rentrées d'or seront importantes, donc plus la circulation augmentera. De sorte que l'on ne voit pas d'issue à cette situation, à moins que l'on n'admette la dévaluation du franc.

Il y a cependant une autre alternative, c'est celle que propose M. Nogaro : « On reproche à toute méthode dite de « *stabilisation* (c'est-à-dire en réalité de *convertibilité extérieure*) qui adopterait une parité inférieure à l'ancien pair, « d'impliquer la « dévaluation » de notre monnaie, c'est-à-« dire l'aveu officiel de sa dépréciation, et enfin de décou-« rager, par la consolidation de cette dépréciation, la spécu-« lation étrangère qui, en achetant du franc, soutient notre « change de son crédit.

« Or il résulte de ce qui a été exposé plus haut, que si cette « méthode de restauration monétaire permet d'assurer la con-« vertibilité extérieure de la circulation fiduciaire avant que « les circonstances autorisent le retour à l'ancien pair, il « n'est nullement nécessaire de maintenir à perpétuité la « parité prise pour point de départ. Et si l'on objecte que dès « lors il ne s'agit plus, à proprement parler, de stabilisation, « il suffit d'observer que le but poursuivi n'est pas d'adopter « immédiatement un taux de stabilisation définitif, il s'agit « d'acquérir cette maîtrise des changes qui permet d'échap-« per aux sautes brusques et aux *terribles aléas* d'un marché « déréglé, et *finalement de relever la parité dès que les cir-« constances sont favorables* : car le pouvoir de contenir les « fluctuations du change est à peu près indépendant du taux « de conversion adopté. »

Ainsi, le change s'améliorant, les rentrées d'or étant importantes, la Banque de France relèverait peu à peu le taux du change franc-or franc-papier. Pour 25 fr .21 or elle donnait

80 fr. papier; elle n'en donnera plus que 60 quelque temps après. En supposant que la livre sterling soit à la parité de l'or, il faudra qu'elle se vende au-dessous du taux officiel de la Banque de France. L'amélioration du change précèdera toujours l'élévation du change du franc-papier en franc-or, sinon les créanciers français de l'étranger ou les débiteurs étrangers de la France n'auraient aucun avantage à provoquer les rentrées d'or.

Au contraire, pour empêcher le franc de se déprécier, pour soutenir les cours, la Banque devra offrir de l'or contre des billets à un taux inférieur aux taux cotés en Bourse. Si la livre vaut 80 francs-papier et que son prix tende à monter, la Banque devra donner 25 fr. 221 or contre moins de 80 fr. en billets pour compenser au moins les frais d'envoi de l'or.

On peut répondre qu'il en est absolument de même en temps normal. On exporte de l'or parce qu'il coûte moins cher en France qu'à l'étranger et on en importe pour la raison inverse.

Ce serait, il est vrai, exactement la même chose si l'on parlait d'un taux de convertibilité fixe. Mais dès lors qu'on conserve l'espoir d'un retour à l'ancien pair et que, dans cet espoir, on envisage le relèvement progressif du taux de convertibilité, les choses se passeront comme nous les avons décrites. M. Nogaro en convient d'ailleurs implicitement. Le relèvement du taux de convertibilité suivra le relèvement des cours, il ne les précèdera pas, sinon l'or fuirait toujours et ne rentrerait jamais.

N'est-ce pas dire que le relèvement de notre change est assez indépendant de l'application du système du gold exchange standard ? En fait, d'ailleurs, dans tous les pays où ce système a été employé, le change a pu se relever sans l'appui de ce système, nous dirions même malgré ce système et en le désorganisant.

Aux Indes, la hausse de l'argent a complètement disloqué l'organisation monétaire. Le souverain importé a du être acheté 11 et même 10 roupies au lieu de 15.

De même, la hausse du franc-papier ne pourrait-elle rendre inutile et même dangereuse l'application du gold exchange

standard en France ? En effet, pour que ce système soit appliqué, il faut, nous l'avons vu, que le budget soit en équilibre, que la dette flottante soit consolidée, que la question des dettes interalliées soit réglée et nous laisse une balance des comptes en équilibre. Ces conditions remplies ne provoqueront-elles pas nécessairement une amélioration de notre change ? Certainement, oui. Il resterait, il est vrai, à faire face aux attaques de la spéculation, nous y reviendrons dans un instant. Bref, *notre change s'améliorerait non pas à cause de l'application du système, mais par suite de la réalisation des conditions nécessaires à son application !* Dès lors les rentrées d'or seules seraient à craindre puisqu'elles provoqueraient des émissions de billets et rendraient illusoires les contractions de la circulation, à moins que l'amélioration des changes n'entraîne à sa remorque le taux de convertibilité. Le système n'aurait plus qu'une raison d'être, celle de ralentir l'amélioration trop rapide des changes qui pourrait être funeste à la production française.

Il ne s'agit donc plus d'améliorer notre change, mais uniquement de supprimer les brusques sautes qui se produiraient dans la ligne ascendante du taux du change franc-papier en devises or.

D'ailleurs tel est le but essentiel que se propose M. Nogaro. Il s'agit « finalement, dit-il, d'assurer à la nation intéressée « la maîtrise de son change ».

Il nous semble que pour atteindre cette fin il y a des moyens tout aussi efficaces et moins dangereux que l'application du gold exchange standard, notamment celui que nous avons déjà employé en contractant les emprunts Morgan. Nous savons comment le premier de ces emprunts fonctionna au début de 1924, nous croyons que nous trouverions toujours facilement des crédits en proposant notre encaisse en garantie. Nous pourrions même, semble-t-il, obtenir, ainsi que cela s'est passé pendant la guerre, des crédits supérieurs à la garantie fournie, puis et en outre des crédits à très long terme. Nous en avons obtenu, en effet, un pour 25 ans en décembre 1924.

Nous préférons de beaucoup cette solution à celle de l'application intégrale du gold exchange standard, car de deux choses l'une, ou notre encaisse ne court aucun danger et alors nous pouvons l'affecter à la garantie de crédits qui seront

remboursés sans avoir recours à elle; ou elle court des dangers et il est préférable de ne lâcher notre or qu'à la dernière extrémité : cette politique réserve au moins une chance...

Puisque notre encaisse est actuellement dégagée de « l'hypothèque virtuelle » qui pesait sur elle, puisqu'elle est actuellement inutilisable en tant que garantie de la circulation fiduciaire, ne pourrions-nous obtenir de nouveaux crédits garantis par elle si ceux qui nous sont alloués par le groupe Morgan ne suffisent pas ?

Quant à l'amélioration trop rapide de notre change, elle n'est pas à craindre tant que subsistera la dette flottante actuelle. Dès que les exportateurs se trouveront gênés par la hausse du franc, ils auront besoin de numéraire; ils s'adresseront à la Banque de France qui, remboursée, pourra distribuer plus largement du crédit; en outre les Bons de la Défense Nationale arrivés à échéance ne seront pas renouvelés. Ainsi, les commerçants et les industriels ne manqueront pas de numéraire; en outre, l'augmentation de la circulation fiduciaire qu'ils provoqueront modèrera l'amélioration du franc.

Concluons que le système du « gold exchange standard » n'a toute son efficacité que si l'on envisage une stabilisation *définitive* du système monétaire auquel il est appliqué.

C'est dans cet esprit qu'il a été employé au Brésil et en Argentine. Ces deux pays ont voulu se prémunir contre l'amélioration de leurs devises. Ils ont adopté un taux fixe de conversion dans le but avoué de *consolider* leur perte au change et d'opérer une dévaluation de leur monnaie.

Mais, comme au fond c'est de la balance des comptes que dépend la bonne tenue d'un change, l'application du système n'a pas empêché la monnaie brésilienne de se déprécier à nouveau à la suite d'une mauvaise récolte provoquant un déficit de la balance des comptes. En 1913, la caisse de conversion du Brésil a dû suspendre ses paiements. Cette année-là, l'excédent des *importations* avait été de 26.000 contos de reis, alors que les années précédentes laissaient apparaître un excédent d'*exportations* qui, en 1912, s'était élevé à 168.000 contos de reis.

De plus, au Brésil, la situation financière a toujours laissé à désirer. La caisse de conversion ne remboursait que les

billets émis par elle. Il y avait d'autres billets en circulation qui devaient être peu à peu retirés de la circulation et incinérés. Mais les retraits furent peu importants et, surtout depuis 1914, le gouvernement brésilien en a constamment émis de nouveaux pour faire face aux déficits budgétaires. C'est une des raisons pour lesquelles la caisse de conversion a cessé de fonctionner : la monnaie intérieure se dépréciant par suite de l'inflation, le change s'en est ressenti, et la caisse de conversion s'est trouvée impuissante.

L'autre raison du mauvais fonctionnement de cette caisse a été le déficit prolongé de la balance des comptes. Mais, comme à partir de 1915 cette balance s'est de nouveau orientée vers un excédent, il ne reste plus, pour expliquer l'échec et la fermeture de la caisse brésilienne, que la mauvaise situation financière et les déficits budgétaires. En 1920, la caisse de conversion a été fermée pour deux ans et le solde de la réserve d'or, qui se montait à 61.500 contos de reis, a été déposé à la Banque du Brésil et affecté à la garantie de la circulation fiduciaire.

Que le système du gold exchange standard implique pour son bon fonctionnement des contractions et des condensations de la circulation, c'est-à-dire une situation budgétaire et financière en bon état, cela est surabondamment démontré par les expériences qu'a réalisées l'Argentine. Ces expériences prouvent que l'utilisation de l'encaisse métallique de la Banque de France dans ce but serait impossible tant que notre dette flottante existerait, tant que nos dépenses budgétaires ne seraient pas couvertes par des recettes normales, tant, en un mot, qu'une menace d'inflation pèsera sur le pays.

C'est en 1820 que remonte, en Argentine, la première émission de papier-monnaie. En 1864, la perte sur l'or atteignit 2.784 %. Cependant, le pays se développait économiquement. Dès que l'inflation s'arrêtait, dès que les déficits budgétaires n'étaient plus couverts par des émissions supplémentaires de papier-monnaie, le cours du pesos remontait et vice-versa. A partir de 1864 les déficits budgétaires disparaissent; les émissions de papier sont arrêtées; la situation budgétaire et financière est stabilisée.

C'est à ce moment qu'Adolphe Alsina, gouverneur de la province de Buenos-Ayres, eut l'idée *de consacrer cette stabilisation.*

Un bureau d'échange fut créé qui échangeait 25 piastres-papier contre une piastre-or et inversement. De février 1867 à mai 1876 ce bureau fonctionna normalement. A cette date se placent de nouveaux désordres financiers. Le budget est à nouveau en déficit et de nouvelles émissions de papier ont lieu pour couvrir les insuffisances budgétaires qui se succèdent. Le résultat immédiat fut la chute du bureau d'échange. En 1880, la perte sur l'or atteignait 3.000 %.

Ici une expérience particulièrement intéressante : on fit une nouvelle tentative pour établir une caisse de conversion mais sans chercher à assainir préalablement la situation, ni à remédier aux causes profondes du mal. Dans une conférence faite à la Chambre de Commerce belgo-latino-américaine, M. Paul van Zeeland, secrétaire de la Banque nationale de Belgique, s'exprime ainsi : « On eut beau employer les moyens les « plus radicaux et notamment réduire la quantité d'or conte- « nue dans la piastre-or, rien n'y fit, la mesure ayant été cette « fois prise beaucoup trop hâtivement, et le change reprit sa « course descendante jusqu'en 1891. En parallélisme avec la « baisse du change argentin, on voyait, côte à côte, les déficits « budgétaires et les émissions de papier-monnaie. La prime « sur l'or s'élevait à 390 % en 1891 : il fallait donner « 490 piastres-papier pour 100 piastres-or. »

Quand, de nouveau, les déficits budgétaires cessèrent, quand les émissions de papier furent enrayées; quand, d'autre part, la situation économique de l'Argentine eut progressé, on put songer à rétablir la caisse de conversion. Après l'expérience malheureuse de 1891, ces conditions furent peu à peu remplies et le change s'améliora sans autre secours. En 1899 la perte sur l'or n'était plus que de 124 %.

A ce moment, c'est dans le but bien défini d'empêcher le change de s'améliorer indéfiniment que fut rétablie la Caisse de conversion de l'Argentine.

Le niveau de conversion adopté fut de 127 %, c'est-à-dire qu'il fallait donner 227 piastres-papier pour obtenir

100 piastres-or. Le taux pratiqué sur le marché était à ce moment de 124 %. Depuis ce moment la caisse de conversion a normalement fonctionné, parce que les déficits budgétaires ont disparu et que les émissions de papier ont cessé. Cependant, cette institution n'a pu empêcher le change argentin de s'améliorer à la suite de la guerre. En 1917, la monnaie argentine faisait au change une prime de 13 % sur la parité légale.

Mais ce qui est intéressant à retenir, c'est l'expérience tentée dans ce même pays en 1880-1884. A cette époque la situation de l'Argentine est bonne au point de vue économique; par contre l'administration des finances publiques est déplorable : les déficits budgétaires et les émissions de papier se succèdent. Aussi, malgré la caisse de conversion, le change s'effondre. « Malgré tous les serments — à maintes reprises « on déclara au Parlement que c'était la dernière fois que « l'on émettait du papier, et *le ministre des finances jurait « de se laisser plutôt couper la main que de mettre en circu- « lation de nouveaux billets* — les gouvernements argentins « avaient encoure recours à des émissions de papier-monnaie « et le change argentin se dépréciait à nouveau. »

Retenons bien cette leçon et surtout le serment du ministre des finances qui nous rappelle certaines déclarations pathétiques de l'un de nos gouvernements : nous savons maintenant ce qu'elles cachaient !

En lui-même le système du gold exchange standard n'est pas un remède à une mauvaise situation financière et monétaire, il ne peut être qu'un adjuvant comme le sont les crédits de spéculation. Que la Banque de France se procure des crédits de ce genre en offrant son encaisse comme garantie, qu'elle en ait l'entière et personnelle disposition, qu'elle l'emploie, quand elle le jugera opportun, à des ventes et des achats libres, qu'elle fasse de la spéculation contre la spéculation ! Mais, avant tout, que notre grand Institut de crédit soit absolument maître de son action et non pas lié par une obligation de convertibilité quelconque; dans la situation actuelle, alors qu'il n'a plus le contrôle de la circulation, ce serait lui enlever aussi le contrôle de son encaisse.

C'est la suppression des causes profondes du mal, une sage politique financière, un développement de notre production, une balance des comptes bénéficiaire qui permettront le relèvement de notre change, et non pas l'application d'un « système » quel qu'il soit.

CONCLUSIONS

Quelles sont les conclusions que l'on peut tirer d'une étude sur le rôle de l'Encaisse métallique de la Banque de France ?

N'est-ce pas qu'en temps normal, lorsque le pays bénéficie d'une monnaie saine, l'encaisse métallique est la base sur laquelle repose l'édifice entier du crédit, l'or assurant la solidité, et le billet la souplesse de la circulation ? *Solidité* et *souplesse* qui sont les gages d'une parfaite stabilité des affaires et d'un développement assuré de la production.

Actuellement, la *solidité* de la circulation monétaire a disparu : nous n'avons plus qu'une « monnaie de papier », que des titres de crédit garantis, en majeure partie, par une créance de la Banque sur l'Etat.

Quant à la *souplesse* de la circulation elle est devenue de l'inconsistance. Ce n'est plus la quantité des signes monétaires en circulation qui influe sur les prix, corrélativement avec d'autres facteurs, ce sont les prix qui agissent sur la circulation. Les changes au lieu d'être influencés par les prix et de réagir ensuite indirectement sur eux agissent d'abord directement sur eux et sont ensuite influencés indirectement par eux. La spéculation joue dès lors un rôle prépondérant alors qu'en temps normal sa fonction n'est qu'accessoire.

Tout le mal vient de ce que la Banque de France n'a plus le contrôle de la circulation, depuis que l'existence de la

dette flottante a fait de l'Etat un banquier à côté d'elle. Et, un banquier d'une sorte particulière ! Un banquier qui ne peut refuser le crédit qu'on lui demande et qui, cependant, comme tout autre banquier, ne peut, sans faire faillite, refuser le remboursement de ses dettes lorsqu'elles arrivent à échéance.

Dès lors, les contractions de la circulation, indispensables à la bonne santé monétaire d'un pays, sont impossibles.

Une crise de confiance provoquant des demandes de remboursement en masse peut déclancher une augmentation injustifiée de la circulation fiduciaire. Bien plus, une crise de confiance des étrangers, en provoquant une dépréciation du franc, peut provoquer une augmentation de la circulation fiduciaire par l'intermédiaire des prix. Quel pouvoir notre encaisse a-t-elle de remédier à une crise aussi grave ? Elle en a peu , à vrai dire.

Mais il ne faut pas oublier les services qu'elle nous a rendus même après l'établissement du cours forcé : c'est elle qui nous a permis d'obtenir une partie des crédits avec lesquels nous avons financé la guerre.

Actuellement, elle reste un espoir.

Nous pouvons l'utiliser, et nous l'avons déjà fait, en vue de la défense du franc à l'extérieur. A l'intérieur, la situation financière dépend de l'Etat qui seul peut l'améliorer en réduisant ses dépenses. Il faut à tout prix nous débarrasser du socialisme d'Etat qui envahit et dévore tout. C'est parce que l'Etat est banquier que le mécanisme de la circulation est faussé; c'est en partie à cause des monopoles d'Etat que les dépenses budgétaires semblent incompressibles.

Cependant, la situation n'est pas telle que nous en soyons à l'heure des opérations chirurgicales. Elles ne produiraient d'ailleurs rien de bon. Il faut appliquer des remedes qui ne

nuisent pas au réel développement de la production qui se manifeste en France.

La seule amputation à laquelle il faille songer, c'est l'amputation de l'étatisme. L'opération effectuée, la volonté de suivre un plan de restauration financière minutieusement étudié suffira pour rendre confiance au pays et aux nations étrangères.

Inspirer confiance, développer la production, la rendre aussi économique que possible, et disposer d'armes contre la spéculation : telles sont les conditions de notre retour à la bonne santé. Mais, pour exécuter ce plan, il faut a la tête de l'Etat des énergies. Il faut des hommes qui, non seulement n'aient pas peur de perdre leur situation électorale, mais encore leur vie, comme cela est arrivé au ministre des Finances de Tchéco-Slovaquie, M. Rasin, pour avoir voulu abaisser le niveau des dépenses au niveau des recettes, au lieu d'élever indéfiniment le niveau des recettes au niveau des dépenses.

Doit-on se préoccuper de procéder volontairement à une déflation ? Nous ne le croyons pas. Il faut lui préparer un terrain favorable et la laisser se produire automatiquement, si elle doit se produire. Les billets remboursés à la Banque ne devront pas être détruits, mais employés par elle à rendre au crédit la souplesse qu'il a perdu.

De même, en ce qui concerne la dette flottante, il ne faut pas chercher à la consolider par un procédé de faillite quelconque. Il faut que l'Etat possède les disponibilités suffisantes pour faire face aux remboursements qui peuvent être demandés : c'est le meilleur moyen de les limiter. Ce n'est que le jour où la situation économique et financière du pays sera éclaircie qu'on pourra se préoccuper de la consolider.

Il importe de rendre à la Banque de France le contrôle de la circulation qui lui échappe en ce moment. Ensuite on

pourra aviser. Mais nous croyons inutile de parler de faillite ou de dévaluation pour l'instant : ce serait prématuré. Il n'y a rien d'impossible à ce que la déflation se produise lentement.

Notre encaisse a joué un grand rôle dans le passé. Elle a été l'assise de notre force économique et financière. Elle ne l'est plus; mais elle peut le devenir à nouveau. Il ne faut donc pas l'employer sans de graves motifs et sans en écarter préalablement tous les risques inutiles.

Peut-être semble-t-elle inerte ? Elle est cependant la force qui agit déjà et qui, par sa seule présence, donne un fondement à nos espoirs.

Vu,
Le Président de Thèse, Doyen de la Faculté,
CH. TURGEON

Vu et permis d'imprimer,
Rennes le 23 Mai 1925
Le Recteur,
L. GÉRARD-VARET.

TABLE DES MATIERES

BIBLIOGRAPHIE 5
INTRODUCTION 8

PREMIERE PARTIE

Le rôle de l'encaisse métallique considérée comme Trésor de guerre 19

CHAPITRE PREMIER. — Généralités. — Fonctionnement de notre Trésor de guerre en 1870-71 19

CHAPITRE II. — Fonctionnement de notre Trésor de guerre de 1914 à 1919 29
§ Ier. — Généralités 29
§ II. — Trésor de guerre *stricto sensu* 35
§ III. — Trésor de guerre *lato sensu* 37

DEUXIEME PARTIE

Le rôle de l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire 47

CHAPITRE PREMIER. — Comment fonctionnait l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire avant la guerre de 1914-1918 49
§ Ier. — L'encaisse et le billet de banque 49
§ II. — L'encaisse et les crédits en banque 56
§ III. — L'encaisse et les crises 61

CHAPITRE II. — Le rôle actuel de l'encaisse métallique garantie de la circulation fiduciaire 70

CHAPITRE III. — Les remèdes 84

TROISIEME PARTIE

L'encaisse métallique utilisée comme « gold exchange standard » 127

CHAPITRE PREMIER. — Comment se détermine le cours du

change 130
§ Ier. — Le change entre deux pays à circulation d'or. 131
§ II. — Le change entre un pays à circulation d'or et un pays à monnaie de papier..... 144

Chapitre II. — La situation financière de la France au point de vue extérieur. — Remèdes employés pour faire face aux déficits de la balance des comptes et aux attaques de la spéculation 151

Chapitre III. — L'utilisation de l'encaisse dans un système de gol exchange standard..... 171

Conclusion 191